



Research and
Development Center

中国动画电影的领航者

光线传媒（300251.SZ）深度报告

2024年3月1日

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
光线传媒 (300251.SZ)
投资评级 买入

冯翠婷传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

邮箱: fengcuiting@cindasc.com



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	9.08
52周内股价波动区间(元)	7.75-12.14
最近一月涨跌幅(%)	-1.86%
总股本(亿股)	29.34
流通A股比例(%)	95%
总市值(亿元)	266.4

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

光线传媒：中国动画电影的领航者

2024年3月1日

本期内容提要：

- **动画电影制作发行领域，光线多元投资、成立独立厂牌、全产业链布局等，较追光动画有自身的战略打法优势。**光线动画电影：多厂牌布局打造爆款。2019年上映的动画影片《哪吒之魔童降世》票房成绩50.35亿元，成为中国影史动画电影票房冠军。于2022年建立光线动画制作团队，提供动画制作产能。光线传媒在动漫领域的布局具有显著的发展优势：通过投资绑定外部优秀制作团队、成立独立厂牌持续提高产能、全产业链布局形成的强大竞争力。同时光线动画战略上更偏向于“多点投资出爆款”的策略。而追光动画更偏向于通过较强的工业生产产能，打造平均高质量水平的动画影片，风格和品控上较为统一。
- **2023年电影市场恢复向好，2024年元旦档、春节档均创档期新高，光线出品《第二十条》口碑、票房连续逆袭。**2023年全国电影总票房（含服务费）实现549.22亿元，同比2022年增长幅度为83.4%。2024年元旦档期实现票房15.33亿元创历史新高；2024年电影春节档票房80.16亿元创历史新高、总人次1.63亿同样创下新纪录。光线传媒出品电影《第二十条》上映后口碑较好，于春节档上映第三天票房开始逆袭，并实现连续三天逆袭的良好趋势，档期内来源于该影片的营业收入区间约为人民币4.00亿元至人民币4.60亿元，根据制作端的分账比例38.84%，光线的投资比例在76.8%-88.3%之间，成为春节档主要受益公司，根据各媒体综合预测，票房预计在25亿元上下。
- **国内电影发行、动画电影制作龙头，逐步从电视娱乐发展为传媒娱乐多元业务发展的综合性娱乐公司。**1998年，光线传媒创始于电视娱乐节目的制作和发行，较早建立了娱乐节目工业化体系。2006年进军电视剧和电影行业，并逐渐转型为以电影行业为支柱的多样化布局：多次主要/参与出品发行了现象级的华语佳作，如《美人鱼》《泰囧》《狙击手》《你的婚礼》《满江红》《第二十条》等。2013年公司布局动画领域，投资了国内20多家一线动漫团队，2015年光线成立厂牌彩条屋主攻动画电影。先后出品发行《大鱼海棠》《大护法》《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《深海》《茶啊二中》等影片。此外，在经纪业务、电视剧、实景娱乐等板块均有布局，投资在线票务龙头猫眼娱乐打造产业链协同效应。
- **真人电影制作发行领域，光线占有独特优势，选题精准，爆款频出。**真人电影领域：贯彻“以小博大”策略，凸显青春题材优势。从早期的《同桌的你》《左耳》《谁的青春不迷茫》《从你的全世界路过》到近期的《你的婚礼》《这么多年》，积累了大量口碑，成为业内青春题材电影标杆。在其他题材领域也释放出了强大的活力，拓展了多元题材发展路径。如《美人鱼》《唐人街探案2》《我和我的祖国》《八佰》《误杀2》《满江红》《坚如磐石》《第二十条》等电影。
- **投资建议：**光线传媒作为国内头部的民营影视公司，尤其是动画电影

制作发行端有着较为强大的优势。独立厂牌光线动画首部影片《小倩》即将于 2024 年上映。同时，24 年有望上映《哪吒之魔童降世》之续作《哪吒之魔童闹海》，有望带动光线动画和国内动画电影总票房显著增长。真人电影领域，24 年春节档《第二十条》口碑表现逐渐回暖、票房连续实现单日逆跌，24 年全年影片储备丰富。2024 年作为光线传媒影片内容大年，业绩具备较好的弹性空间。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 13.44/22.97/27.28 亿元，同比增速分别为 78.1%/70.9%/18.8%；实现归母净利润分别为 4.68/9.6/11.1 亿元，同比增速分别为 165.7%/105.1%/15.4%，截至 2024 年 2 月 29 日，对应 PE 分别为 56.91/27.75/24.05x。2024 年为公司影视内容大年，业绩确定性较高，基于行业平均估值水平，我们看好公司业绩的持续增长，给予“买入”评级。

➤ **风险因素：**宏观经济风险、光线已定档影片上映时间延期风险、上线影片票房不及预期风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(万元)	1,168	755	1,344	2,297	2,728
增长率 YoY %	0.7%	-35.3%	78.1%	70.9%	18.8%
归属母公司净利润(万元)	-312	-713	468	960	1,108
增长率 YoY%	-207.1%	-128.7%	165.7%	105.1%	15.4%
毛利率%	38.3%	19.1%	39.1%	50.6%	49.2%
净资产收益率ROE%	-3.3%	-8.6%	5.5%	10.1%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	-0.11	-0.24	0.16	0.33	0.38
市盈率 P/E(倍)	—	—	56.91	27.75	24.05
市净率 P/B(倍)	2.79	3.23	3.10	2.79	2.50

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 2 月 29 日收盘价

目录

一、光线传媒：优质真人电影出品方，国产动画电影领航者	6
二、电影行业票房趋势较好，各档期票房不断创新高	11
三、真人电影以小博大，动画电影多厂牌优势凸显，其他各业务多元发展	14
四、财务数据解析	32
五、盈利预测	37
六、风险因素	38

表目录

表 1: 光线传媒主要/参与出品的代表性真人电影	7
表 2: 光线传媒主要出品发行的代表性动画电影	7
表 3: 2019-2024 年电影春节档票房数据	12
表 4: 光线传媒往年出品电影分账票房及投资比例预估统计	14
表 5: 光线传媒部分厂牌及其主营业务、代表作品	15
表 6: 光线传媒主出品的青春题材电影	16
表 7: 光线传媒储备的真人电影（部分）	17
表 8: 2024 国内即将上映的动画电影	20
表 9: 光线传媒出品的动画电影	23
表 10: 光线传媒储备动画电影	23
表 11: 光线传媒动画领域两大厂牌主营业务&代表作	25
表 12: 追光出品动画电影代表作	26
表 13: 光线传媒主要出品的电视剧及网剧	29
表 14: 光线传媒储备电视剧及网剧	29
表 15: 光线传媒签约艺人及其代表作（部分）	30
表 16: 光线传媒股权投资出售	32

图目录

图 1: 光线传媒发展历程时间轴	8
图 2: 光线传媒股权结构	8
图 3: 光线传媒业务布局	9
图 4: 光线传媒营业收入（按产品分类，单位：亿元）	10
图 5: 光线传媒营业收入占比（单位：%）	10
图 6: 光线传媒各项业务毛利率（按产品分类）（单位：%）	10
图 7: 2019-2023 年各月票房（亿元）统计	11
图 8: 2019-2024 年中国电影市场国产片 vs 进口片票房	11
图 9: 2024 年元旦档票房创 2017 年来新高（单位：亿元）	12
图 10: 2019-2024 年春节档票房（亿元）及同比增速	13
图 11: 2024 年春节档重点电影每日票房	13
图 12: 光线传媒电影总票房（单位：亿元）及国内电影总票房占比	14
图 13: 光线传媒 2012-2023 年参投发行的真人电影数量	17
图 14: 我国动画电影市场发展阶段	18
图 15: 2015-2023（1-5 月）中国动画电影票房（亿元）	18
图 16: 2015-2023 年美国动画主出品公司累计票房 TOP10（截至 2023.05.31）	19
图 17: 2015-2023 年（1-5 月）国产和进口动画电影数量对比	19
图 18: 2015-2023 年国产和进口动画票房占比	19
图 19: 2015-2023 年国产动画主出品公司累计票房 TOP10	20
图 20: 光线传媒出品的知名动画电影（部分）	22

图 21: 光线传媒 2012-2023 年参投发行的动画电影数量	24
图 22: 光线传媒参投的动漫企业 (部分)	24
图 23: 光线传媒动画领域全产业链布局 (部分)	25
图 24: 追光动画部分代表作品	26
图 25: “白蛇系列”第二部《白蛇 2: 青蛇劫起》	27
图 26: “新文化”系列开篇之作《长安三万里》	27
图 27: “新神榜”系列代表作《杨戬》	28
图 28: 2014-2022 年光线传媒电视剧及网剧营收占比 (单位: %)	29
图 29: 2019-2022 年光线传媒艺人经纪业务收入占比 (单位: %)	30
图 30: 光线传媒中国电影世界项目总平面图	31
图 31: 2014-2023H1 光线传媒投资收益占比 (单位: %)	32
图 32: 光线传媒 2014-2023H1 营业收入及 YOY	33
图 33: 光线传媒 2014-2023H1 营业成本及 YOY	33
图 34: 光线传媒 2014-2023H1 期间费用率 (单位: %)	34
图 35: 光线传媒 2014-2023H1 毛利率	34
图 36: 光线传媒及同行业可比公司 2014-2022 年毛利率 (单位: %)	35
图 37: 光线传媒 2014-2023H1 归母净利润 (单位: 亿元) 和 YOY (单位: %)	35
图 38: 光线传媒及同行业可比公司 2014-2023H1 归母净利率 (单位: %)	36
图 39: 2014-2023H1 光线传媒货币资金 (单位: 亿)	36
图 40: 2014-2023H1 光线经营性活动现金净额 (单位: 亿)	37

投资聚焦

2024年是光线传媒的内容大年，春节档影片《第二十条》票房表现较优。真人电影上映节奏稳步进行。公司主控的春节档影片《第二十条》上映后口碑转好、票房实现连续逆跌。据公司公告，档期内影片票房为13.42亿元，光线来源于该影片的营收区间约为4亿元-4.6亿元，根据制作端的分账比例38.84%，则光线的投资比例在76.8%-88.3%之间。截至2024年2月27日下午17时，累计实现票房21亿元，光线传媒成为春节档主要受益公司，储备真人电影《扫黑·决不放弃》《草木人间》《透明侠侣》《她的小梨涡》等也预计于24年内上映贡献票房收益。

动画制作发行具备多厂牌优势，产能和制作质量双提升。19年上映动画影片《哪吒之魔童降世》票房50.35亿元，成为中国影史动画电影票房冠军；24年上映之续作《哪吒之魔童闹海》在动画质量、故事剧情和人物打磨上都有望表现更为亮眼。自有厂牌光线动画出品的首部光线中国神话宇宙系列作品《小倩》同样将于2024年上映，市场期待较高。我们认为，光线传媒在动画影视端的优势在于“多点投资布局”，通过自有动画厂牌和外部投资厂牌共同打造作品，题材丰富度高、爆款概率较大，2024年是光线动画电影大年，有望为全年收入贡献较大增量。

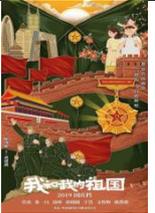
一、光线传媒：优质真人电影出品方，国产动画电影领航者

（一）公司概况：从电视娱乐发展为传媒娱乐巨头

光线传媒自 1998 年成立至今已成为国内领先的传媒影视娱乐集团，2011 年 8 月于国内创业板上市。光线传媒始于电视娱乐节目的制作和发行，较早建立了娱乐节目工业化体系，陆续制作了一系列知名的娱乐节目，如《中国娱乐报道》《音乐风云榜》《娱乐人物周刊》等；2006 年进军电视剧和电影行业，并逐渐转型为以电影行业为支柱的多样化布局：多次主要/参与出品发行了现象级的华语佳作，如《美人鱼》《泰囧》《狙击手》《你的婚礼》《满江红》《第二十条》等。

2013 年公司布局动画领域，投资了国内 20 多家一线动漫团队，2015 年光线成立厂牌彩条屋主攻动画电影。先后出品发行《大鱼海棠》《大护法》《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《深海》《茶啊二中》《昨日青空》等影片。2019 年上映的动画影片《哪吒之魔童降世》票房成绩 50.35 亿元，成为中国影史动画电影票房冠军，于 2022 年建立光线动画制作团队，提供动画制作产能。2016 年入股在线票务平台龙头猫眼娱乐。

表 1：光线传媒主要/参与出品的代表性真人电影

							
人再囧途之泰囧 (2012) 票房：12.7 亿 年度排名：1	港囧 (2015) 票房：16.11 亿 年度排名：3	美人鱼 (2016) 票房：33.91 亿 年度排名：1	唐人街探案 2 (2018) 票房：33.97 亿 年度排名：2	我和我的祖国 (2019) 票房：31.69 亿 年度排名：4	八佰 (2020) 票房：31.1 亿 年度排名：1	误杀 2 (2021) 票房：11.21 亿 年度排名：14	满江红 (2023) 票房：45.44 亿 年度排名：1

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

表 2：光线传媒主要出品发行的代表性动画电影

							
洛克王国 4 (2015) 票房：0.77 亿 动画类排名：12	大鱼海棠 (2016) 票房：5.74 亿 动画类排名：4	大护法 (2017) 票房：0.92 亿 动画类排名：4	熊出没-变形记 (2018) (华强 方特主发) 票房：6.05 亿 动画类排名：1	哪吒之魔童降世 (2019) 票房：50.35 亿 动画类排名：1	姜子牙 (2020) 票房：16.02 亿 动画类排名：1	茶啊二中 (2023) 票房：3.84 亿 动画类排名：6	深海 (2023) 票房：9.19 亿 动画类排名：3

资料来源：灯塔专业版，公司官网，信达证券研发中心

（二）发展历程：从单一优势走向具有特色的综合发展

1998-2005年（成立之初）：主攻电视节目制作和发行。第一档节目《中国娱乐报道》自上线后一炮而红，2000年初其在全国近150家电视台实现每日播出，收视观众达3.15亿以上。之后光线传媒陆续制作播出了《音乐风云榜》、《娱乐人物周刊》、《影视风云榜》等知名综艺娱乐电视节目。

2005-2012年（转型）：电影业务逐渐成为光线传媒发展根基。2004年光线影业成立，发行的第一部电影《伤城》仅上线一个月就获得6000多万的票房收入，初步奠定电影业务基础；2012年发行的喜剧电影《港囧》更是成为年度票房冠军；之后多次发行了现象级的华语影片，尤其在青春和喜剧题材保持优势。

2012年-至今（纵深发展）：积极布局上下游，扩展内容投资。2012年进军电视剧行业；2015年成立彩条屋，开始布局动漫电影，逐渐形成了从IP开发到动画影视制作发行的全方位布局，其中《哪吒之魔童降世》更是打破了动漫电影票房纪录；2016年入股猫眼，拓宽输出渠道；与此同时开展艺人经纪、实景娱乐、音乐、游戏等业务。

图1：光线传媒发展历程时间轴

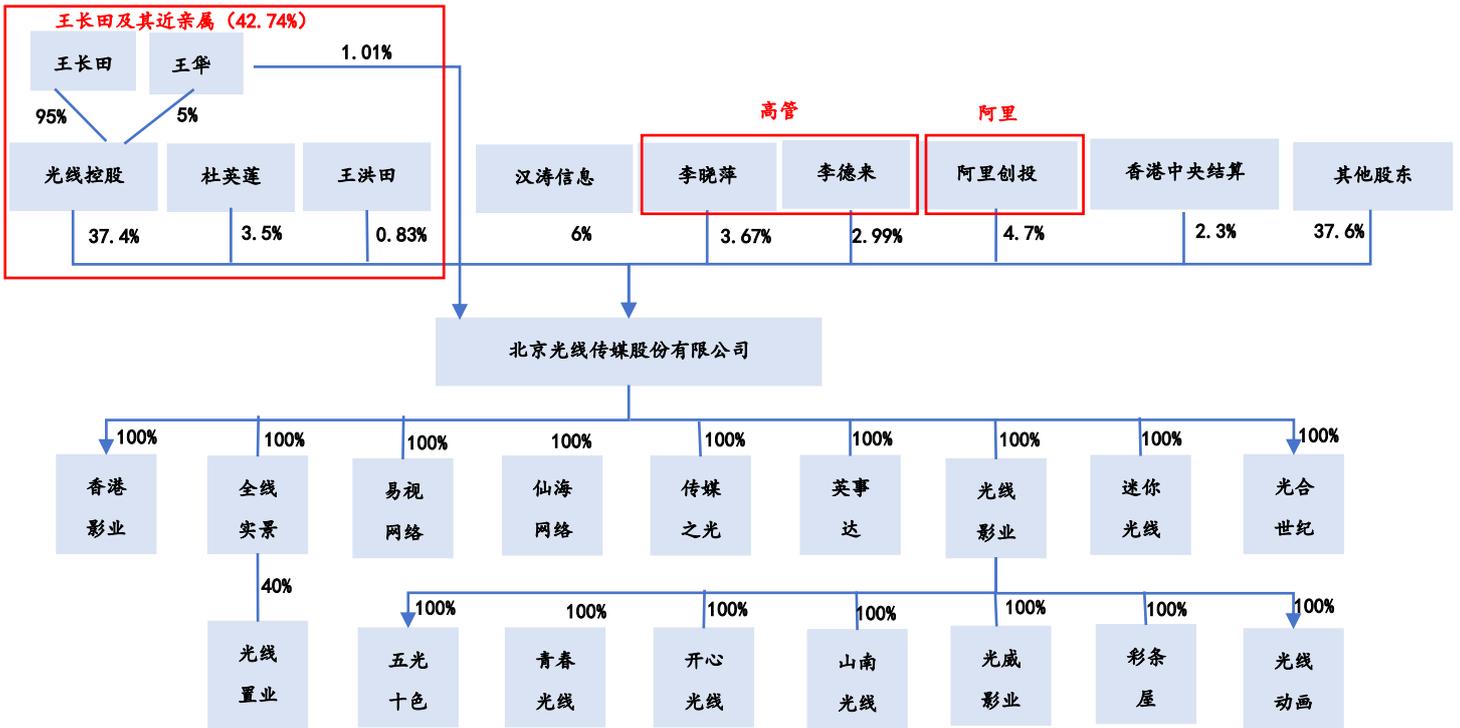


资料来源：公司官网，公司公告，猫眼专业版，信达证券研发中心

（三）股权结构：实控人王长田持股 35.5%，汉涛信息/阿里/高管各占比 6%/5%/7%

截至2023年三季报，光线公司实控人—董事长及总经理王长田，通过光线控股间接持有公司35.53%股份，王长田及其近亲属合计持股42.74%；王兴通过汉涛信息持有公司6%的股份，为第二大股东；阿里目前持有公司4.7%的股份，为第三大股东。

图2：光线传媒股权结构（数据统计来源于光线传媒2023年前三季度报告）

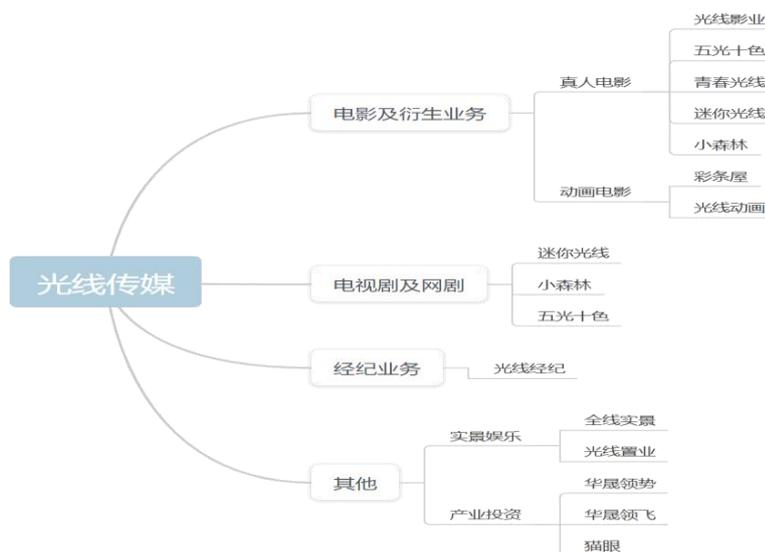


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

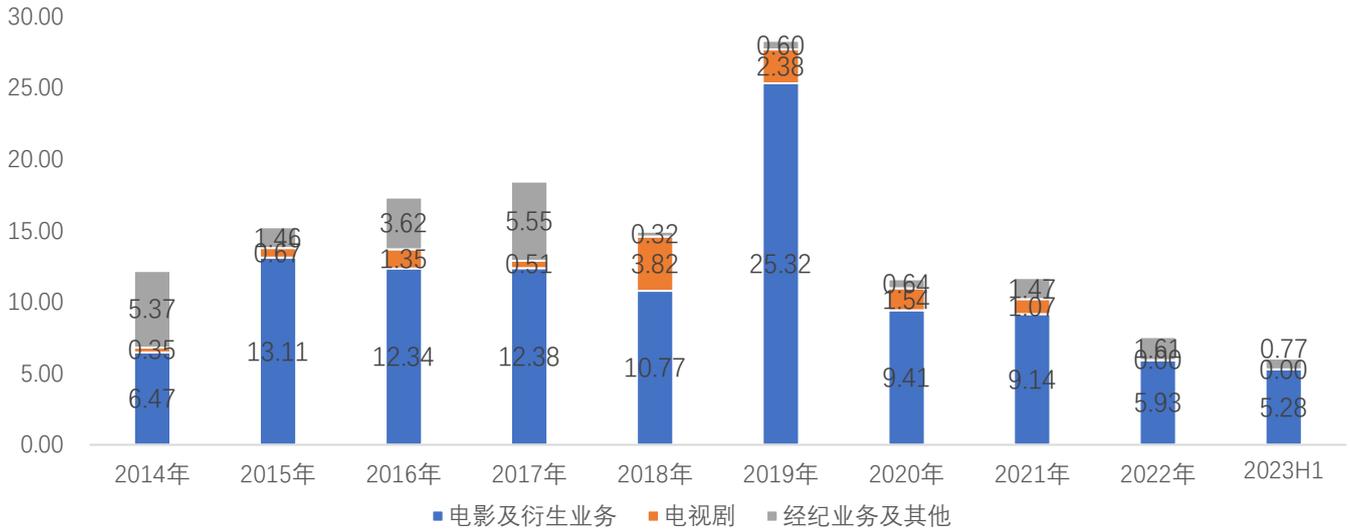
(四) 业务布局: 主体业务突出, 厂牌特色凸显 29

光线传媒形成了电影及衍生业务、电视剧及网剧、经纪业务以及其他(包括实景娱乐、产业投资、音乐、游戏等)的业务布局。电影业务自 2013 年后营业收入占比持续超过 50%, 成为主体业务; 电视剧业务为第二大营收来源; 电影衍生业务收入占比总体呈现上升趋势。各大业务中毛利率较高的为电影、电视剧、经纪业务及其他三大业务。电影业务毛利率相对稳定, 除 2022 年保持在 30%-60% 区间; 电视剧业务毛利率波动较大; 经纪业务毛利率波动较小, 稳定分布在 40% 左右。

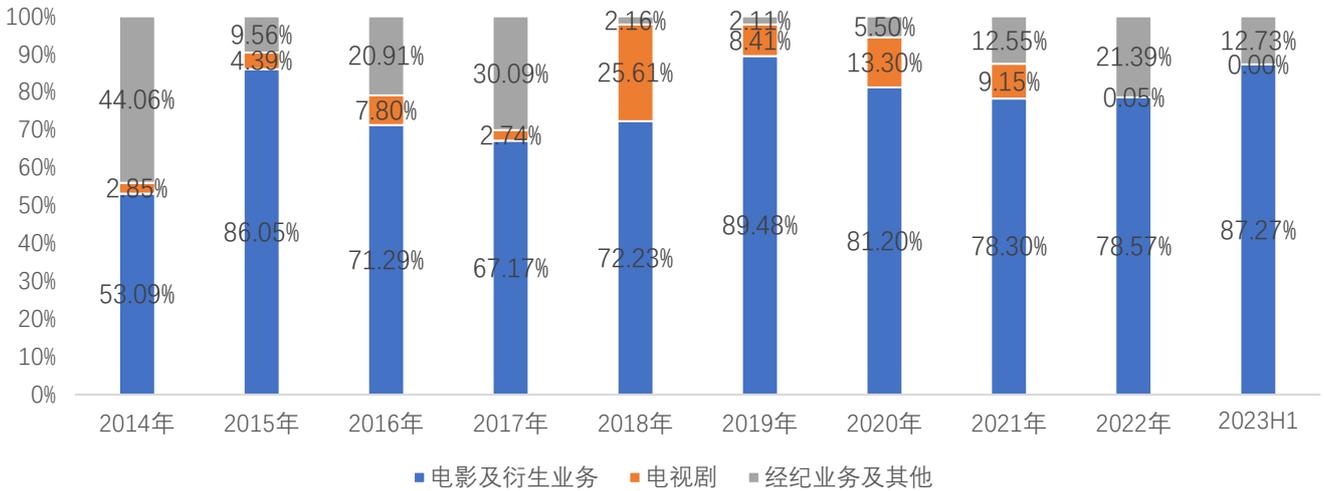
图 3: 光线传媒业务布局



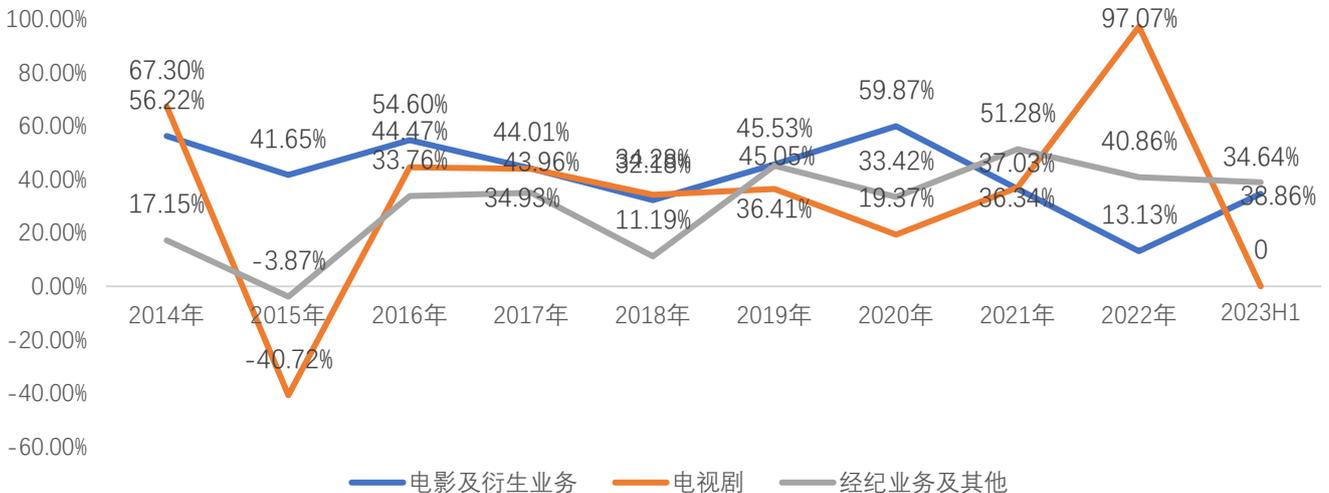
资料来源: iFind, 公司官网, 信达证券研发中心

图 4：2014-2023H1 光线传媒营业收入（按产品分类，单位：亿）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 5：2014-2023H1 光线传媒营业收入占比（单位：%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

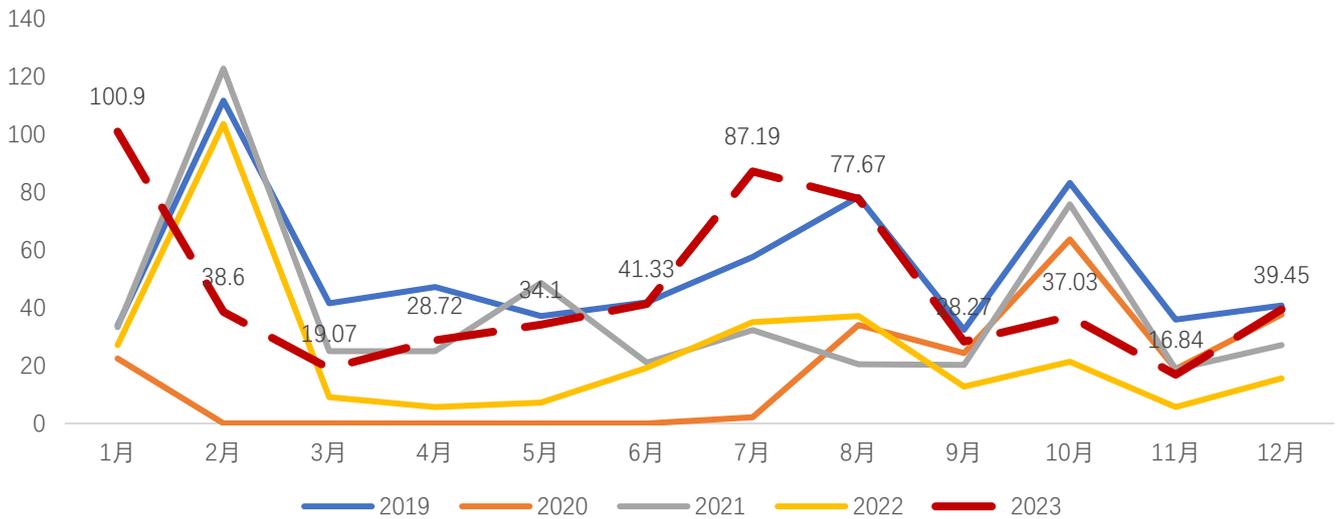
图 6：2014-2023H1 光线传媒各项业务毛利率（按产品分类）（单位：%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

二、电影行业票房趋势较好，各档期票房不断创新高

2023 年电影市场恢复趋势向好。根据猫眼专业版数据，截至 2023 年 12 月 31 日，全年全国电影总票房（含服务费）实现 549.22 亿元，同比 2022 年增长幅度为 83.4%。电影市场复苏态势较为明显，春节档表现稳健、暑期档由于优质影片的供给创历史新高，如《消失的她》《孤注一掷》《封神第一部》等。2023 全年票房较 19/20/21/22 年电影市场票房的恢复程度分别为 85.6%/270.4%/116.8%/183.4%，优质内容供给增加以及线下观影需求逐步恢复共同带动 23 年电影市场稳健增长。

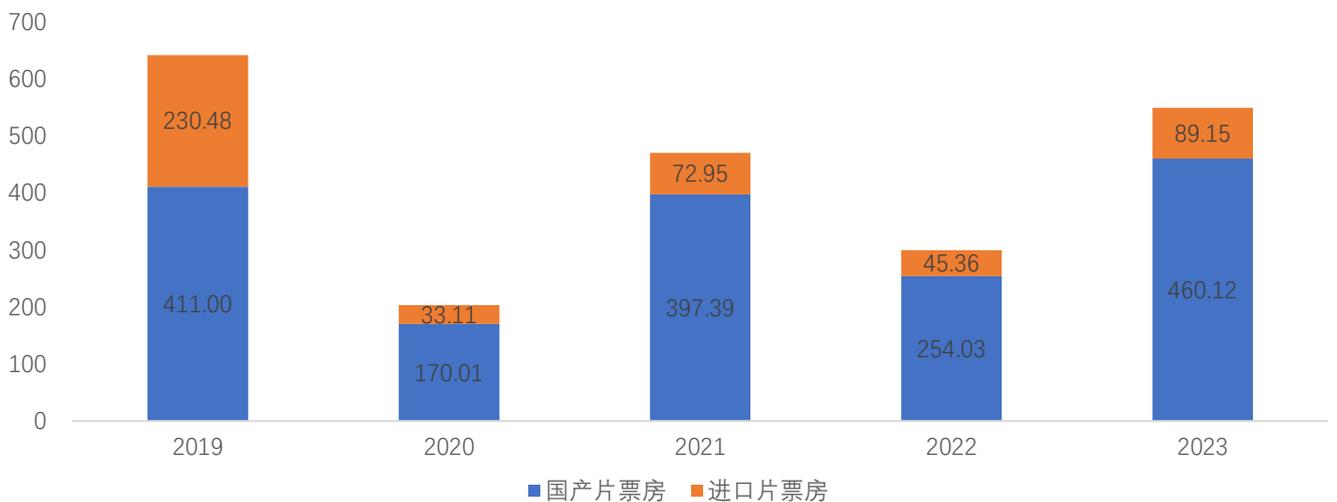
图 7：2019-2023 年各月票房（亿元）统计



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

国产电影票房进步明显，和 2019 年峰值票房主要差距在进口影片。2023 年近 550 亿元的票房虽然比我国票房巅峰 2019 年的 641.48 亿元仍有近 100 亿元的差距，但是通过拆分国产和进口片票房来观察，2019 年我国国产片票房 411 亿元，进口片票房 230.48 亿元。2023 年我国国产片票房 460.12 亿元，进口片票房为 89.15 亿元。2023 年国产片票房已成为历史新高，因此 100 亿元的票房差距主要在于进口片的票房差距，在国内对进口电影仍保持积极的引进趋势下，海外电影的质量口碑每况愈下，各个电影的续作无法继续吸引观众的持续性消费。因此，从国产片票房角度来看我国电影发展趋势良好，国产电影的质量和口碑、对大众的审美把握、对题材的精准把握正带动我国电影行业发展走向新的台阶。

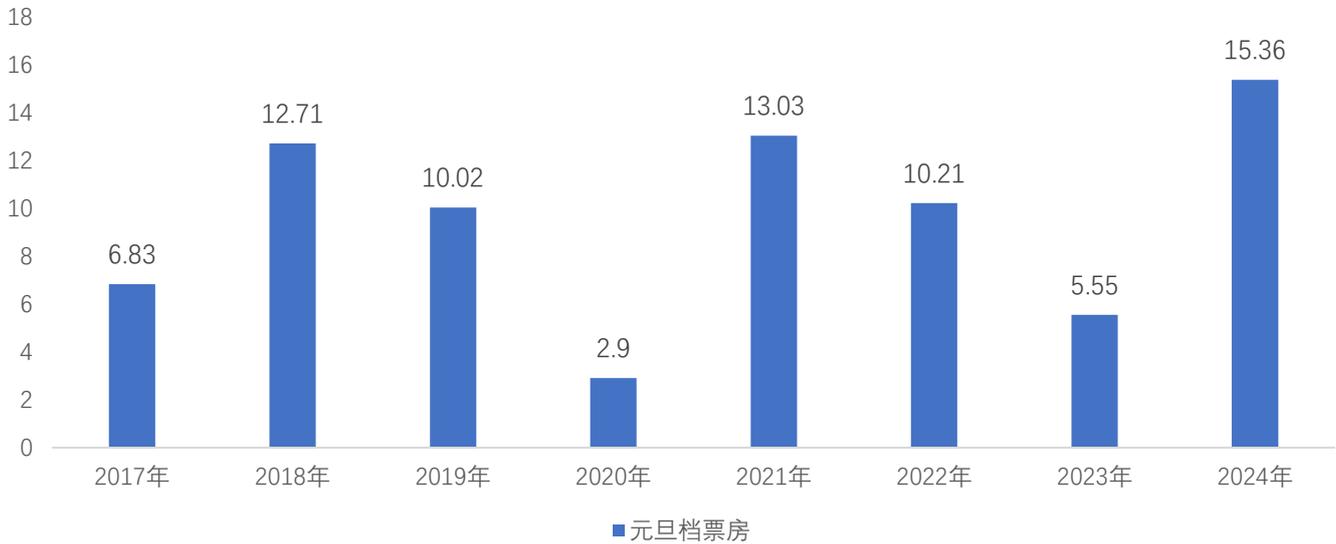
图 8：2019-2024 年中国电影市场国产片 vs 进口片票房（单位：亿元）



资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

24 年元旦档表现 (12.30-01.01)：截至 2024 年 1 月 1 日元旦档期实现票房 15.36 亿元，近几年除 2020 年之外元旦档期票房在 10 亿元上下波动，24 年元旦档期创历史新高，其中《一闪一闪亮星星》实现票房 6.1 亿元，《年会不能停！》实现票房 2.34 亿元，《金手指》实现票房 2.2 亿元，《潜行》实现票房 1.73 亿元，《非诚勿扰 3》实现票房 0.55 亿元，档期内票房占比分别为 39.6%/15.2%/14.3%/11.3%/3.5%，为 24 年全年电影票房增长打下良好的基础。

图 9：2024 年元旦档票房创 2017 年来新高（单位：亿元）



资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

24 年电影春节档票房 80.16 亿元创历史新高、总人次 1.63 亿同样创下新纪录。票房前 4 名影片分别为：《热辣滚烫》27.18 亿元，《飞驰人生 2》23.98 亿元，《熊出没·逆转时空》13.89 亿元，《第二十条》13.4 亿元。

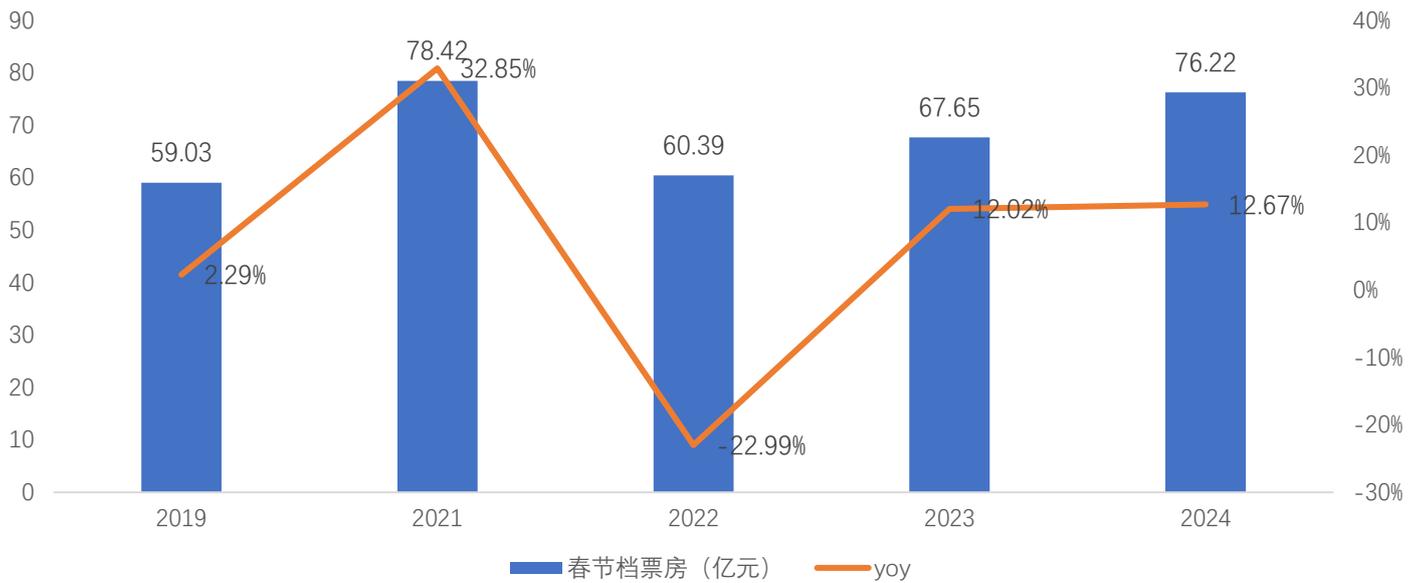
注：2024 年春节档官方档期时间为 02.10-02.17，为大年初一至初八，共计 8 天。根据过往年份电影春节档的档期定义，往年春节档档期为大年三十至初六结束，共计 7 天。因此为保证对比准确性，我们抽取 2024 年春节档前七天（02.10-02.16）票房数据为统一口径进行同向对比。

表 3：2019-2024 年电影春节档票房数据

年份	起止时间	阴历日期	天数	票房 (亿元)	档期票房占比
2019	2.4-2.10	年三十至年初六	7	59.03	9.2%
2021	2.11-2.17	年三十至年初六	7	78.42	16.7%
2022	1.31-2.6	年三十至年初六	7	60.39	20.2%
2023	1.21-1.27	年三十至年初六	7	67.65	12.3%
2024	2.10-2.17	年初一至初八	8	76.22	

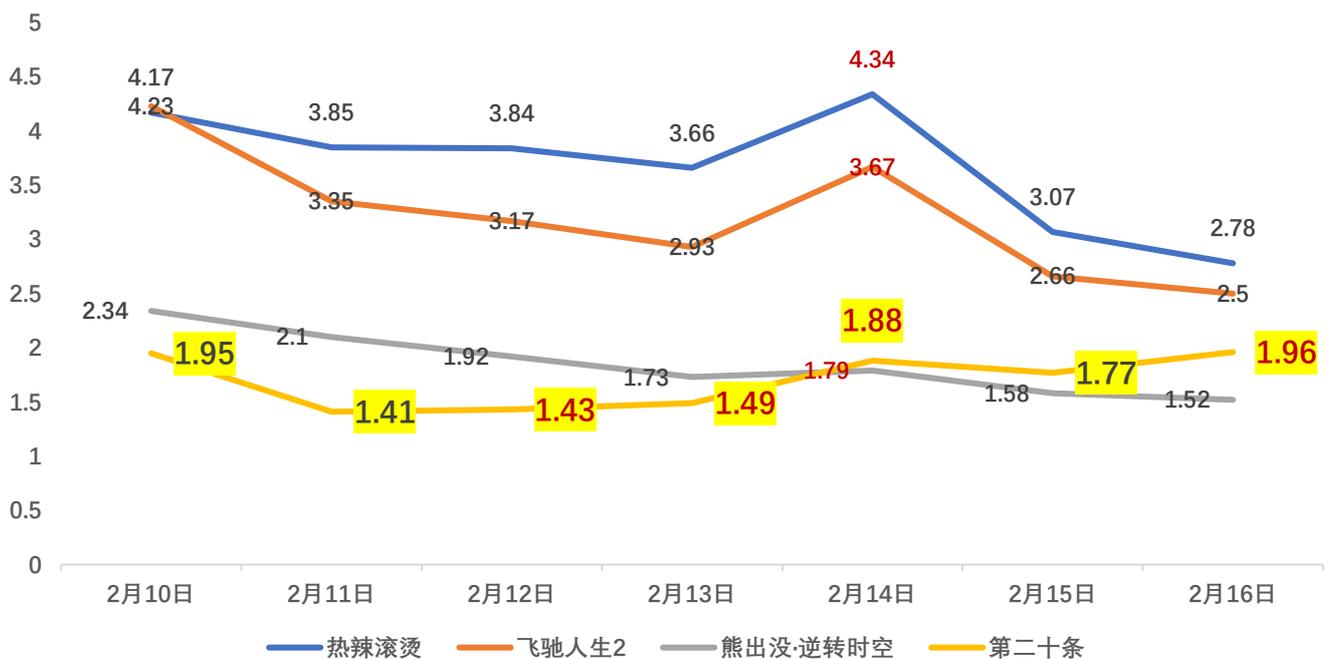
资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心 (2024 年票房统计时间截至 2 月 17 日 0: 00)

根据猫眼专业版数据，2024 年 2 月 10 日至 2024 年 2 月 16 日（截至 2 月 17 日 0: 00），全国春节档电影总票房（含服务费）实现 76.22 亿元，同比 2023 年增长幅度为 12.67%，总票房进入影史前二，仅次于 2021 年 78.42 亿元。若按照 24 年春节档官方定义为 8 天时长，则 24 年春节档有望超越 2021 年成为历史票房第一。24 年春节档总出票 1.54 亿张，总场次 383.4 万次，平均票价 49.3 元。截止至 2 月 17 日 0: 00 点，2024 年春节档排名前四的电影《热辣滚烫》《飞驰人生 2》《熊出没·逆转时空》《第二十条》累计票房分别为 26.02 亿、22.81 亿、13.24 亿、12.25 亿，均突破 10 亿。

图 10：2019-2024 年春节档票房（亿元）及同比增速


资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

从头部影片的每日票房表现来看，2月14日情人节当天观影需求旺盛，影片票房表现普遍逆跌。比较亮眼的为光线传媒出品《第二十条》上映后口碑表现较好，于上映第三天票房开始逆跌，并实现连续三天逆跌的良好趋势，2月16日票房再次实现逆跌实现单日1.96亿元，春节档后成为票房日冠军，口碑发酵较好，消费者认可度高。根据国家电影专资办数据显示，截至2024年2月17日24时，《第二十条》在中国大陆地区上映8天，累计票房收入（含服务费）约为人民币13.42亿元，光线传媒来源于该影片的营业收入区间约为人民币4.00亿元至人民币4.60亿元。

图 11：2024 年春节档重点电影每日票房（单位：亿元，2024 年 2 月 10 日-2 月 17 日 00:00）


资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

三、真人电影以小博大，动画电影多厂牌优势凸显，其他各业务多元发展

2014-2020 年光线传媒电影票房占比国内电影总票房七年平均值约为 24%，处于业内领先水平。2021-2022 两年票房占比大幅下跌，原因在于缺少爆款作品。光线传媒电影票房在 2020 年前总体呈现上升趋势，在 2019 年达到峰值，2020 年后受院线减少、拍摄计划的暂停或终止等影响，票房萎缩。但 2023 年前三季度票房为 71.23 亿，同比超过 600%，趋势向好。2019 年上映了国产动画电影《哪吒之魔童降世》带动光线票房攀升，2021 年报告期内上映了《你的婚礼》《革命者》《五个扑水的少年》《误杀 2》等影片，2022 年报告期内上映了《狙击手》《十年一品温如言》《我是真的讨厌异地恋》《冲出地球》《我们的样子像极了爱情》等影片，市场反应较小。但 2023 年内出品的《满江红》《坚如磐石》《深海》《交换人生》等爆款电影带动票房占比提升，发展态势良好。

图 12：2014-2023 年前三季度光线传媒电影总票房（单位：亿元）及国内电影总票房占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

2016-2023 年光线传媒参与出品的电影片方分账比例稳定在 38%-40% 区间，按照公司后续披露的各电影分账票房收入，对应的光线传媒平均投资比例如下：

表 4：光线传媒往年出品电影分账票房及投资比例预估统计

影片名称	上映时间	统计截止时间点	截止时间内累计票房收入 (单位：亿)	片方分账比例	截止时间内光线分账票房 (单位：亿)	光线投资比例
坚如磐石	2023/9/28	2023/10/8	9.98	40.76%	3-3.4	73.75%-83.58%
茶啊二中	2023/7/14	2023/9/3	3.79	39.62%	0.85-1	56.61%-66.60%
深海	2023/1/22	2023/2/5	6.62	38.30%	1.8-2.2	70.99%-86.77%
满江红	2023/1/22	2023/1/28	29.26	39.20%	0.63-0.7	5.49%-6.10%
狙击手	2022/2/1	2022/3/7	5.8	37.89%	1.85-2.05	84.18%-93.28%
误杀 2	2021/12/1	2021/12/26	7.26	38.49%	0.3-0.35	10.74%-12.53%

你的婚礼	2021/4/30	2021/5/5	6.54	38.10%	2.2-2.4	88.29%-96.32%
姜子牙	2020/10/1	2020/10/11	14.56	38.78%	3.6-4	63.76%-70.84%
八佰	2020/8/21	2020/8/27	14.34	39.10%	0.3-0.36	5.35%-6.42%
误杀	2019/12/1	2019/12/29	7.76	38.57%	0.3-0.35	10.02%-11.69%
3						
我和我的祖国	2019/9/30	2019/10/7	22.19	39.11%	0.125-0.16	1.44%-1.84%
哪吒之魔童降世	2019/7/26	2019/7/29	8.99	39.23%	2.03-2.43	57.56%-68.90%
银河补习班	2019/7/18	2019/7/29	7.6	38.26%	0.07-0.088	2.41%-3.03%
疯狂的外星人	2019/2/5	2019/2/10	14.46	38.79%	4-5	71.31%-89.14%
一出好戏	2018/8/10	2018/8/19	11.23	38.67%	2.4-2.8	55.27%-64.48%
唐人街探案2	2018/2/16	2018/2/27	28.01	39.13%	0.37-0.48	3.38%-4.38%
从你的全世界路过	2016/9/29	2016/10/17	7.635	38.26%	1.6-2.06	54.77%-70.52%

资料来源：公司公告、猫眼专业版，信达证券研发中心

光线传媒多厂牌特色突出，深耕内容发展。在传统的电影制作与发行业务板块有光线影业、青春光线等厂牌，在动漫业务板块有彩条屋、光线动画等厂牌，在传统电视剧与新兴网剧板块有小森林、五光十色以及迷你光线等厂牌，除此之外还有宣发厂牌、实景娱乐厂牌、经纪业务厂牌等。各厂牌聚焦不同赛道，发挥自身专业特长，共享宣发等资源，使得光线传媒在青春电影和动漫电影两大题材具有强大优势。

表 5：光线传媒部分厂牌/业务部门及其主营业务、代表作品

序号	厂牌名称	主营业务	代表作品
1	光线影业	综合电影品牌	《八佰》《满江红》《我和我的祖国》《疯狂的外星人》
2	青春光线	年轻态综合电影厂牌	《从你的全世界路过》《你的婚礼》
3	彩条屋	动漫电影、真人奇幻电影品牌	《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《大鱼海棠》《深海》
4	小森林	以“青春、热血、职场”的影视剧内容定位的品牌	《我是真的讨厌异地恋》《我们的样子像极了爱情》《十年一品温如言》《谁的青春不迷茫》
5	五光十色	以涉猎多类型影视剧内容定位的品牌	《照明商店》《五个扑水的少年》《这么多年》《悲伤逆流成河》
6	光线动画	专注于动画电影全流程的影视厂牌	储备动画电影《小倩》于 2024 年上映
7	迷你光线	全新的以原创内容为核心的综合类影视厂牌	《第二十条》
8	英事达	宣传片、海报、MV、音乐等素材及宣发物料制作	《哪吒之魔童降世》《我和我的祖国》等电影的出品和预告物料
9	易视网	光线互联网业务平台	E视网

10	光线经纪	光线艺人经纪业务	任敏、孙千、章若楠、丁禹兮、辛云来、吴俊霆等
11	实景娱乐	电影主题公园项目、影视基地项目	中国电影世界项目

资料来源：公司官网、公司年报、猫眼专业版，信达证券研发中心

（一）电影及衍生业务——真人电影领域：贯彻“以小博大”策略，凸显青春题材优势

光线 2022 年半年报中提及：“公司小体量青春爱情类电影在创作生产过程中，更容易实现工业化、规模化，风险较小，在保障投资回报率方面具有较强的优势，此类项目的稳定输出，是在并不乐观的市场环境下，保持公司稳健经营的要素之一。”光线传媒贯彻“以小博大”策略，细耕青春题材电影，出品的青春电影多为爆款，从早期的《同桌的你》《左耳》《谁的青春不迷茫》《从你的全世界路过》到近期的《你的婚礼》《这么多年》，积累了大量口碑，成为业内青春题材电影标杆。原著的受众群体和话题度、新人导演和艺人、相对较低的制片成本为光线传媒成功实现低成本高回收奠定了基础。青春题材电影多根据市面上知名的著作改编，营销难度小，自带话题和流量；公司擅长启用新人导演，启用的新人导演有较多为演员转行导演，如徐峥、赵薇、大鹏、王宝强、黄渤等，这些导演自带关注度而且成本较小；公司积极布局人才培养计划，签约了大量制片人、编剧、演员等，为电影内容制作提供了良好的人才储备；

表 6：光线传媒主出品的青春题材电影

电影名称	上映年份	累计票房	导演	主演	备注
同桌的你	2014	4.55 亿	郭帆	周冬雨、林更新、隋凯、王啸坤	取材自高晓松同名歌曲
左耳	2015	4.84 亿	苏有朋	陈都灵、欧豪、杨洋、马思纯	饶雪漫同名小说改编
陪安东尼度过漫长岁月	2015	0.63 亿	秦小珍	刘畅、白百何、唐艺昕、白举纲	安东尼同名畅销书改编
谁的青春不迷茫	2016	1.79 亿	姚婷婷	白敬亭、郭姝彤、李宏毅、王鹤润	刘同同名小说改编
从你的全世界路过	2016	8.13 亿	张一白	邓超、白百何、杨洋、张天爱	张嘉佳同名小说改编
悲伤逆流成河	2018	3.57 亿	落落	赵英博、任敏、辛云来、章若楠	郭敬明同名小说改编
如果声音不记得	2020	3.34 亿	落落	章若楠、孙晨竣、王彦霖、严屹宽	落落同名小说改编
你的婚礼	2021	7.89 亿	韩天	许光汉、章若楠、丁冠森、晏紫东	韩国同名电影翻拍
五个扑水的少年	2021	0.69 亿	宋灏霖	辛云来、冯祥坤、李孝谦、吴俊霆	日本同名电影翻拍
以年为单位的恋爱	2021	2.31 亿	黎志	毛晓彤、杨玏、孙千、张海宇	
十年一品温如言	2022	1.67 亿	赵非	丁禹兮、任敏、李泽锋、王川	书海沧生同名小说改编

我们的样子像极了爱情	2022	0.16 亿	王梓骏	李孝谦、漆昱辰、林俊毅、修雨秀	
这么多年	2023	2.30 亿	季竹青	张新成、孙千、章若楠、刘丹	

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

另外，光线传媒在其他题材领域也释放出了强大的活力，拓展了多元题材发展路径。如《美人鱼》《唐人街探案2》《我和我的祖国》《八佰》《误杀2》《满江红》《坚如磐石》《第二十条》等爆款电影，其中《美人鱼》《八佰》《满江红》为年度票房冠军。储备电影还有《扫黑·决不放弃》《草木人间》《透明侠侣》《她的小梨涡》等。

表 7：光线传媒 24 年储备的真人电影（部分）

电影名称	导演	主演	出品方	预计上映时间
《第二十条》	张艺谋	雷佳音、马丽、赵丽颖	光线影业、最高人民检察院影视中心等	2024/02/10（已上映）
《扫黑·绝不放弃》	五百	肖央、范丞丞	春秋时代、光线影业、五元万象等	待定
《她的小梨涡》	蔡聪	张哲华、七七	光线影业、青春光线、五光十色	待定
《透明侠侣》	章笛沙	史策、王皓、孙天宇	青春光线、涛头立影业、天然生长等	待定
《草木人间》	顾晓刚	吴磊、蒋勤勤、陈建斌	初晓影业，光线影业	待定

资料来源：公司官网，猫眼专业版，信达证券研发中心

图 13：2012-2023 年光线参投发行的真人电影数量



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

(二) 电影及衍生业务——动画电影领域：国漫进入发展快车道，光线厂牌优势凸显

1. 国产动画电影行业发展之路

国产动画电影逐渐走上了发展的快车道，实现了质的飞跃。国产动画市场在发展过程中，长时间被打上“低龄化”“幼稚”“质量低”的标签，随着动画电影市场资金投入的增加和制作技术的提高，以及国家对动画电影“讲好中国故事，传承中华优秀传统文化”的鼓励政策出台，我国动画电影市场日渐形成了完整的工业体系，出现了《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《大圣归来》等一系列高质量、富有文化特色、商业化成功的现象级电影。

图 14：我国动画电影市场发展阶段



资料来源：艺恩电影智库，艺恩娱数，信达证券研发中心

2020 年之前，我国动画电影票房整体呈现上升趋势，在 19 年达到峰值，这主要是由于里程碑式国漫《哪吒之魔童降世》的带动。在 2020 年及之后，受行业整体性冲击的影响，院线减少、项目停滞，动画电影票房萎缩。但是随着市场的恢复，近两年出现了多部高质量动画电影，如《长安三万里》《深海》等，动画电影市场发展态势良好。中国动画电影票房占比近些年维持在 10%-15%，2016 年主要由于《疯狂动物城》《功夫熊猫 3》的票房贡献带动，2019 年《哪吒之魔童降世》高票房使市场关注度提升，爆款动画电影成为票房增长的关键。

图 15：2015-2023（1-5 月）中国动画电影票房（亿元）



资料来源：拓普数据，信达证券研发中心

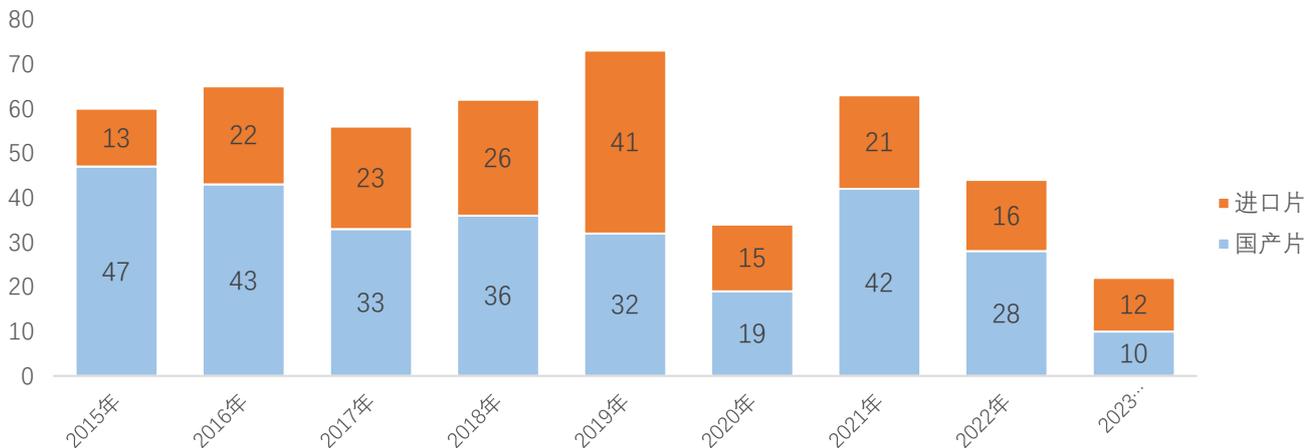
2015-2019年进口动画引进数量逐年上升，2019年上映数量反超国产片，2020年后受行业整体性冲击的影响，引进数量大幅下降；进口动画票房占比整体呈下降趋势，在19年占比达到最低值，受到自身行业性危机和国漫崛起的双重冲击。整体来看，虽然国产动漫在IP孵化、制作技术和内容变现几个方面弱于进口动漫，尤其是迪士尼系列，其在动画制作技术（例如其应用的“三渲二”技术）和内容变现（例如周边出售）等方面具有其他动漫系列不可比拟的优势，但是近几年我国动漫产业进入了发展的新阶段，利用自身文化优势打造IP，研发动画制作新技术，在国内的影响力不断扩大。其中光线传媒在国内动画电影市场处于领先地位。

图 16: 2015-2023 年美国动画主出品公司累计票房 TOP10 (截至 2023.05.31, 单位: 亿元)



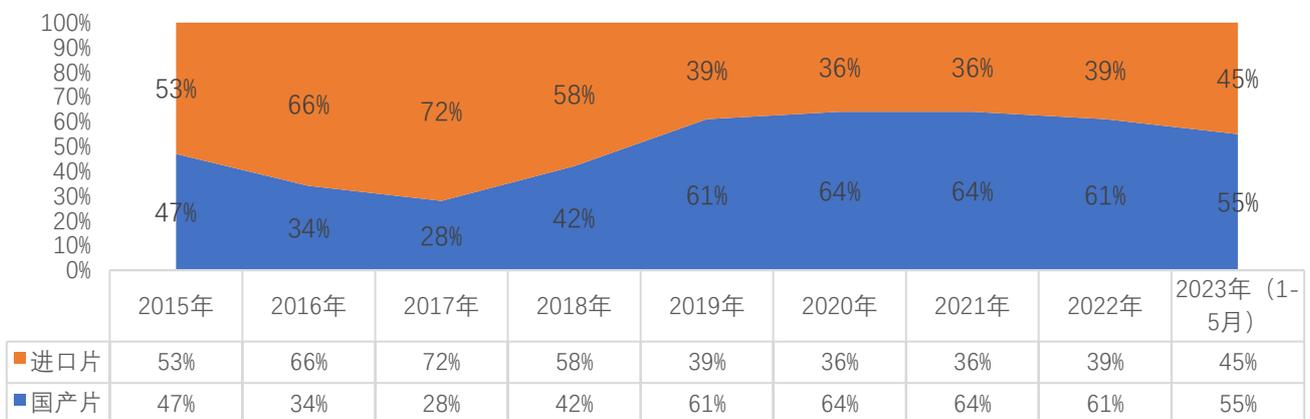
资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 17: 2015-2023 年 (1-5 月) 国产和进口动画电影数量对比 (单位: 部)

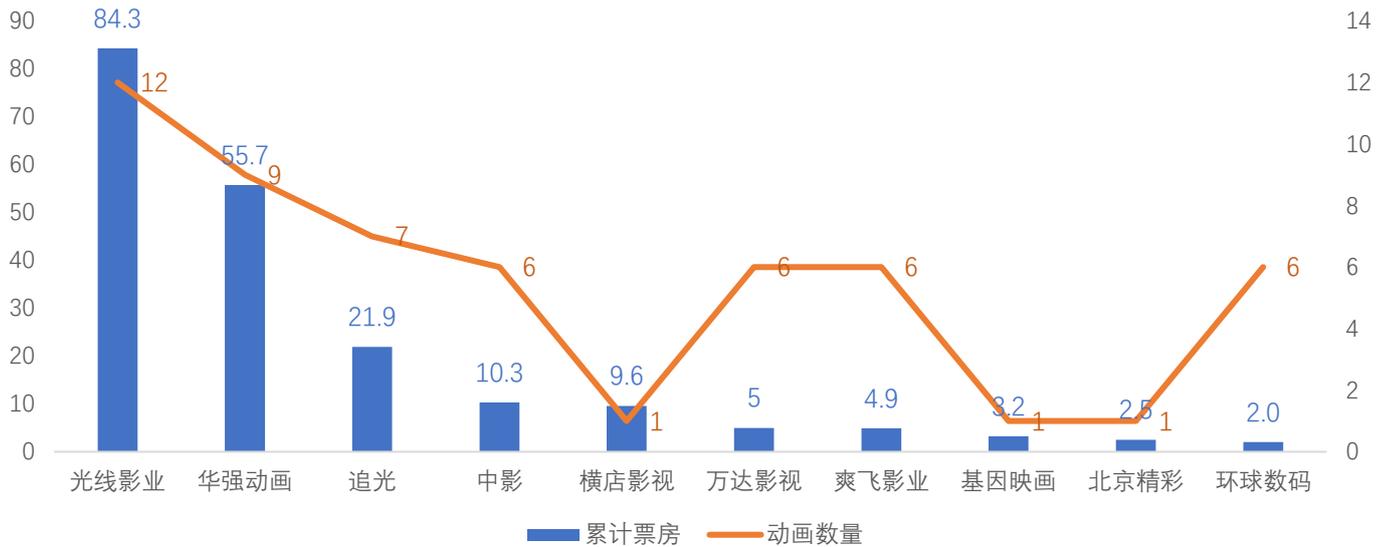


资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

图 18: 2015-2023 年国产和进口动画票房占比

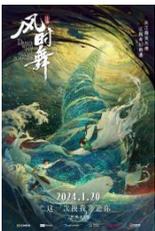


资料来源: 拓普数据, 信达证券研发中心

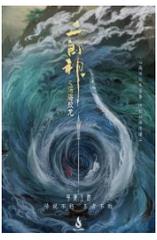
图 19：2015-2023 年国产动画主出品公司累计票房 TOP10(单位：亿元)


资料来源：拓普数据，信达证券研发中心

表 8：2024 国内即将上映的动画电影

电影海报	电影名称	导演	特点	预计上映时间
	《大雨》	不思凡	《大护法》导演不思凡新作，二维手绘 ×水墨国风	2024/1/12 (已上映)
	《江豚·风时舞》	陈曦 / 陈伟健	首部江豚主题动画电影，融入江豚笑笑 动画 IP 形象、长江水生生物保护基 地、石钟山、鞋山等人文景点等场景	2024/1/20 (已上映)
	《熊出没·逆转时空》	导演：林汇达	《熊出没》×多元宇宙	2024/2/10 (已上映)
	《猪猪侠大电影·星际行动》	导演：李腾栋	经典 IP 猪猪侠×科幻	2024/5/1

	《画江湖之天罡》	周飞龙	不良人系列首部网络动画电影，	2023/12/29
	《哪吒之魔童闹海》	饺子	曾经成就国产动画票房神话的“魔童哪吒”再度归来，原班人马重聚。	2024 待定
	《小倩》	毛启超	经典 IP 改造，改编自《聊斋志异》之《聂小倩》	2024 待定
	《白蛇3：浮生》	陈健喜/李佳锴	国内实力动画厂牌，追光动画“新传说”系列第三部《白蛇：浮生》	2024 待定
	《雄狮少年2》	孙海鹏	中国武术题材	2024 待定
	《斑羚飞渡》	编剧：王安忆/沈石溪	上海美术电影制片厂首部水墨动画长片《斑羚飞渡》，选用沈石溪同名动物题材小说作为底本。	2024 待定
	《请吃红小豆吧！之红与绿》	林春柳	红小豆首部动画电影《红与绿》	2024 待定
	《时间之子》	刘阔/舒奕橙	金鸡奖最佳美术片《风语咒》导演刘阔执导，原创超能力少女动画电影	2024 待定

	《二郎神之深海蛟龙》	王君	姜子牙“封神榜”系列	2024 待定
	《奔月之嫦娥无悔》	黄霖/常盘/杨浩/闫川	上古科幻题材×中国神话题材，讲述了一个叫嫦娥的女孩参加上古宇航员选拔的故事	2024 待定
	《伞少女》	沈杰	改编自左小翎编剧、著名画师魏莹操刀的原创漫画《伞少女梦谈》	2024 待定
	《鹿鸣宴》		据《山海经》《离骚》等史籍资料重新整理创作，重塑一个中国中上古英雄神话世界。重点打造角色“淮水水神”无支祁。	2024 待定

资料来源：微信公众号 wuhu 动画人空间，信达证券研发中心

2. 光线动画电影：多厂牌布局打造爆款

2015 年光线传媒成立彩条屋，正式开始布局动漫电影，推出了多部优质动画电影作品，如《哪吒之魔童降世》《大鱼海棠》《大护法》《姜子牙》《深海》《妙先生》等，其中《哪吒之魔童降世》和《姜子牙》位居国产动画电影票房前两位，《哪吒之魔童降世》为 2019 年票房冠军，打破了国产动画电影票房纪录。另外，光线传媒产能持续提高，储备动漫电影多元丰富。光线传媒的动漫布局具有以下特征：1) 面向全年龄阶段，如《哪吒之魔童降世》《姜子牙》等电影。2) 深耕传统文化，选择国民知名度高、大众接受度高、故事角色鲜明的传统神话故事 IP 作为电影内容，并在此基础上创新。3) 注重全产业链布局，发挥厂牌优势，绑定人才团队。

图 20：光线传媒出品的知名动画电影（部分）



电影名称	《大鱼海棠》	《大护法》	《哪吒之魔童降世》	《姜子牙》	《深海》
上映时间	2016年	2017年	2019年	2020年	2023年
累计票房	5.73亿	8761.3万	50.35亿	16.03亿	9.19亿

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

表 9：光线传媒出品的动画电影

影片名称	导演	出品方	上映时间	票房
秦时明月之龙腾万里	沈乐平	光线影业、玄机科技、优酷	2014	5954.7万
我叫MT之山口山战记	核桃、周彬	光线影业、彩条屋	2016	7.62亿
大鱼海棠	梁旋	光线影业、彼岸天、彩条屋	2016	5.73亿
精灵王座	宋岳峰	光线影业、彩条屋	2016	2508.9万
大护法	不思凡	光线影业、好传文化、彩条屋	2017	8761.3万
大世界	刘健	彩条屋	2018	262.5万
熊出没变形记	丁亮	光线、彩条屋	2018	6.05亿
昨日青空	奚超	光线影业、彩条屋、路行动画、好传文化	2018	8382.9万
哪吒之魔童降世	饺子	光线影业、彩条屋、可可豆动画、十月文化	2019	50.35亿
妙先生	李凌霄	光线影业、彩条屋、路行动画	2020	1313.8万
姜子牙	程腾、李炜	光线影业、彩条屋、可可豆	2020	16.03亿
冲出地球	胡一泊	光线影业、彩条屋、全擎娱乐	2022	1006.0万
深海	田晓鹏	十月文化、光线影业、彩条屋	2023	9.19亿
茶啊二中	夏铭泽、阎凯	光线影业、彩条屋、凝羽动画	2023	3.84亿

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

表 10：光线传媒储备动画电影

影片名称	导演	预计上映时间	动画工作室	代表作
《哪吒之魔童闹海》	饺子（1980年）	2024	成都可可豆	代表作《哪吒之魔童降世》累计票房50.35亿元
《小倩》	毛启超	2024	魔法动画	获得中国台湾电影金马奖最佳动画短片提名，后续动画作品《凤凰》
《红孩儿》	刘祎聪	待定		
《西游记之大圣闹天宫》	田晓鹏（1975年）	待定	十月文化	代表作《西游记之大圣归来》9.54亿票房、《深海》9.19亿票房
《大鱼海棠2》	张春、梁旋	待定	彼岸天	《大鱼海棠》票房5.73亿元
《八仙过大海》				
《最后的魁拔》	王川	待定	彩条屋	《魁拔》动画系列、《黄貔：天降财神猫》
《姜子牙2》《相思》《去你的岛》等有序推进中				

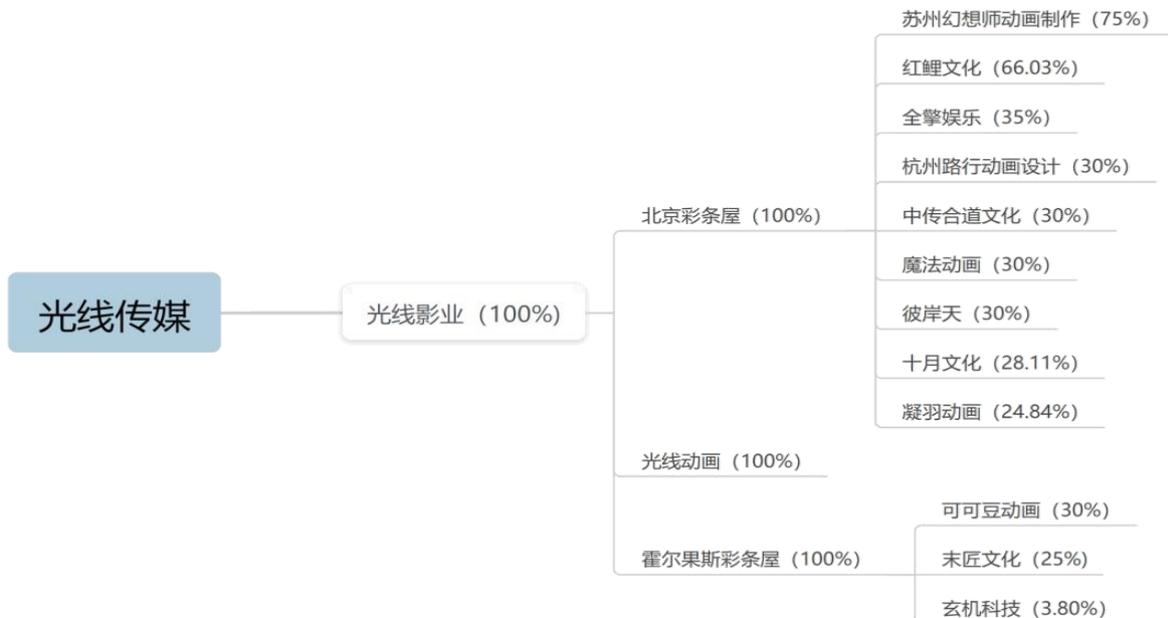
资料来源：猫眼专业版，公司公告，信达证券研发中心

图 21：光线传媒 2012-2023 年参投发行的动画电影数量


资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

3. 光线动画的三点发展优势

光线传媒在动漫领域的布局具有显著的发展优势，发展优势之一在于通过投资绑定外部优秀制作团队。公司通过产业投资（参股众多动漫企业）与外部动漫人才进行利益绑定，通过彩条屋拓展外部人才，给予创作者较大的自由度，风格类型迥异，为动画制作提供了高质量的人才储备。光线传媒投资的动漫公司包括可可豆动画（《哪吒之魔童降世》和《姜子牙》合作方）、十月文化（《深海》合作方）、中传合道（《姜子牙》合作方）、彼岸天（《大鱼海棠》合作方）、凝羽动画（《茶啊二中》合作方）等，这些公司具有丰富的动画制作经验和先进的制作技术，为光线传媒动漫内容输出提供有力保障。

图 22：光线传媒参投的动漫企业（部分）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

光线发展优势之二在于成立独立厂牌，持续提高产能。光线在动画领域有两大厂牌：彩条屋和光线动画（包括 2015 年成立的霍尔果斯彩条屋影业有限公司、2019 年成立的北京彩条屋科技有限公司，2021 年成立的成都光线动画有限公司，2023 年成立的北京光线动画有限公司）根据光线传媒对外表述，彩条屋在公司内部作为厂牌

进行管理，其和被投资的公司进行合作。而光线动画主要目的是对神话宇宙进行规划和管理，目前神话宇宙的世界观已经基本完成，中国神话宇宙系列作品正在开发中，以光线动画为核心，并和外部的其他动画公司或个人团队进行合作。借助于厂牌优势，光线传媒在动画领域具有巨大的优势，已成为行业标杆，并且产能持续提高。

表 11: 光线传媒动画领域两大厂牌主营业务&代表作

厂牌名称	主营业务	代表作品
彩条屋	动漫电影、真人奇幻电影品牌	《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《大鱼海棠》《深海》
光线动画	专注于动画电影全流程的影视厂牌，中国神话宇宙系列作品开发	《小倩》预计 2024 年上映

资料来源：公司官网、公司公告、猫眼专业版，信达证券研发中心

光线发展优势之三在于全产业链布局形成的强大竞争力。在上游投资内容供应，加强 IP 孵化。光线与铁血科技、大象映画、魅丽文化等内容生产公司进行合作，在动漫内容创造领域保持优势。在中游，公司通过产业投资与外部动漫人才进行利益绑定，投资十月文化、可可豆动画、凝羽动画等公司，利用其丰富的动画制作经验和先进的制作技术进行内容制作，保证动画出品质量；另外，利用和猫眼的协同作用拓宽输出渠道。在下游，光线布局景娱乐和衍生品等环节，延长动画的价值链和生命周期。

图 23: 光线传媒动画领域全产业链布局（部分）



资料来源：公司公告、公司官网、IFind，信达证券研发中心

3. 光线动画 VS 追光动画

在目前国产动画电影市场上，除了华强方特出品的“熊出没”系列儿童动画电影之外，国产偏成人观看的动画电影市场基本由光线影业和追光动画两家占据。追光动画由土豆网创始人、前 CEO 王微于 2013 年 3 月在北京创立，志在以匠人精神，创作具有中国文化特色和国际一流水准的动画电影。追光团队目前拥有 190 人，具有全球领先的技术，扎实的艺术功底和独特视角，以及完善的制作管理体系。创立之初，追光陆续出品了《小门神》《猫

与《桃花源》《阿唐奇遇》三部动画影片，但并未得到市场认可。近几年追光动画陆续出品了《白蛇：缘起》《白蛇2：青蛇劫起》《新神榜：哪吒重生》《新神榜：杨戬》《长安三万里》等高质量动画电影，动画技术的过硬、人物形象逼真的质感、场面的宏大布景营造均为追光动画赢得了较好的市场口碑。

图 24：追光动画部分代表作品



资料来源：影视毒舌公众号，信达证券研发中心

表 12：追光出品动画电影代表作

项目名称	上映时间	累计票房 (元)	导演	出品方	发行方
《小门神》	2016.01	7860.1 万	王微等	追光动画	中国电影、北京中联华盟
《阿唐奇遇》	2017.07	3039.4 万	王微	追光动画	中国电影、金逸影视、横店影视
《猫与桃花源》	2018.04	2180.5 万	王微	追光动画	北京京西文化
《白蛇：缘起》	2019.01	4.68 亿	黄家康、赵霁	追光动画、美国华纳兄弟	北京卓然影业、猫眼微影
《新神榜：哪吒重生》	2021.02	4.56 亿	赵霁	追光动画、阿里巴巴影业、博纳影业、哔哩哔哩影业	阿里巴巴影业、淘票票
《白蛇2：青蛇劫起》	2021.07	5.8 亿	黄家康	上海追光影业、阿里巴巴影业、猫眼微影、哔哩哔哩影业	淘票票
《新神榜：杨戬》	2022.08	5.55 亿	赵霁	上海追光影业、浙江东阳小宇宙、横店影业、哔哩哔哩影业、抖音文化	浙江东阳小宇宙影视传媒
《长安三万里》	2023.07	18.24 亿	谢君伟、邹靖	上海追光影业、阿里巴巴影业、猫眼微影、中国电影、追光影业等	浙江东阳小宇宙影视传媒

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

1) “新传说”系列：同为 2019 年上映，《白蛇：缘起》之于追光动画和《哪吒之魔童降世》之于光线传媒的彩条屋的发展地位相似，均为两家取得重大成绩的转折点。追光后续上映的《白蛇2：青蛇劫起》同样取得了不错的票房成绩。“白蛇系列”第三部《白蛇：浮生》已确定于 2024 年 8 月 10 日全国定档上映，整个美术和视觉风格都在沿袭第一部的东方美学，是“白蛇系列”全方位的回归和升级之作。

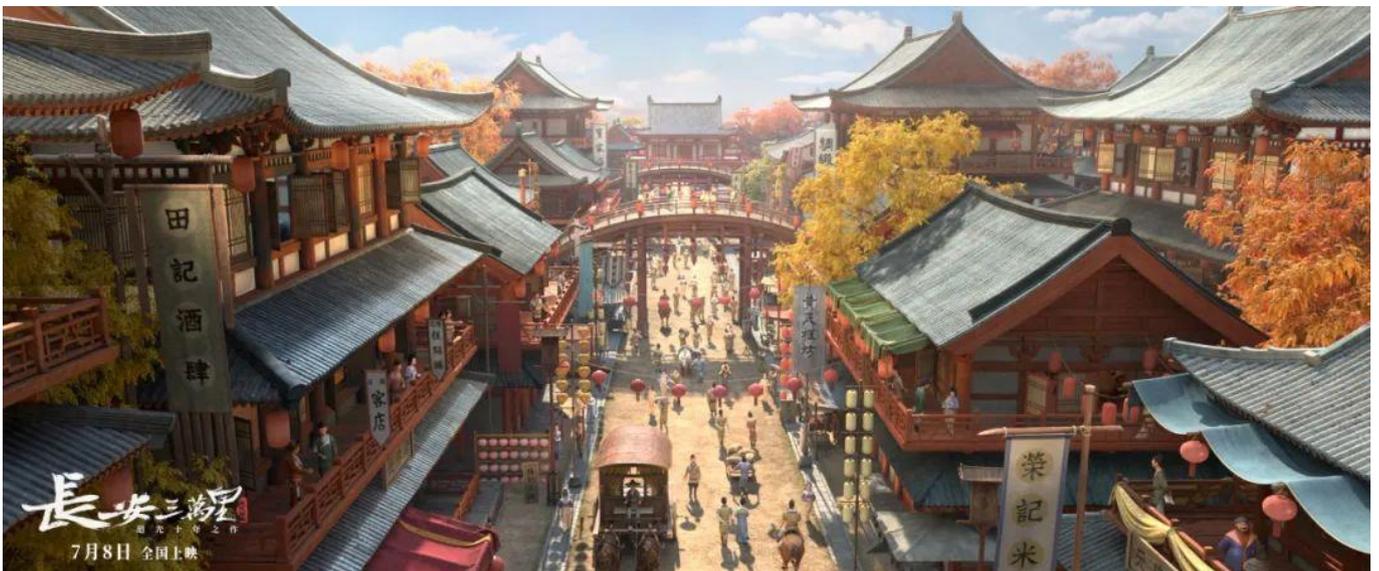
图 25：“白蛇系列”第二部《白蛇2：青蛇劫起》



资料来源：追光动画官网，信达证券研发中心

2) “新文化”系列：追光动画全新打造“新文化”系列，以中华历史中闪光人物和经典作品为创作对象，持续传承和弘扬中国经典传统文化。2023 年上映的广受好评认可的追光“新文化”系列开篇之作《长安三万里》，作为 2023 年国产动画片内地票房冠军（18.24 亿元）同样让市场认知到追光在人物形象刻画和故事讲述上的功力，具备里程碑意义，《长安三万里》的成功让追光看到了历史故事题材改变的巨大空间。

图 26：“新文化”系列开篇之作《长安三万里》



资料来源：追光动画官网，信达证券研发中心

3) “新神榜”系列：全新改编自中国经典神话故事，代表作《新神榜：哪吒重生》《新神榜：杨戬》，该系列以对传统故事的创新演绎、天马行空的想象力、震撼视听的动画特效给予观众感官的巨大冲击。

图 27：“新神榜”系列代表作《杨戬》



资料来源：追光动画官网，信达证券研发中心

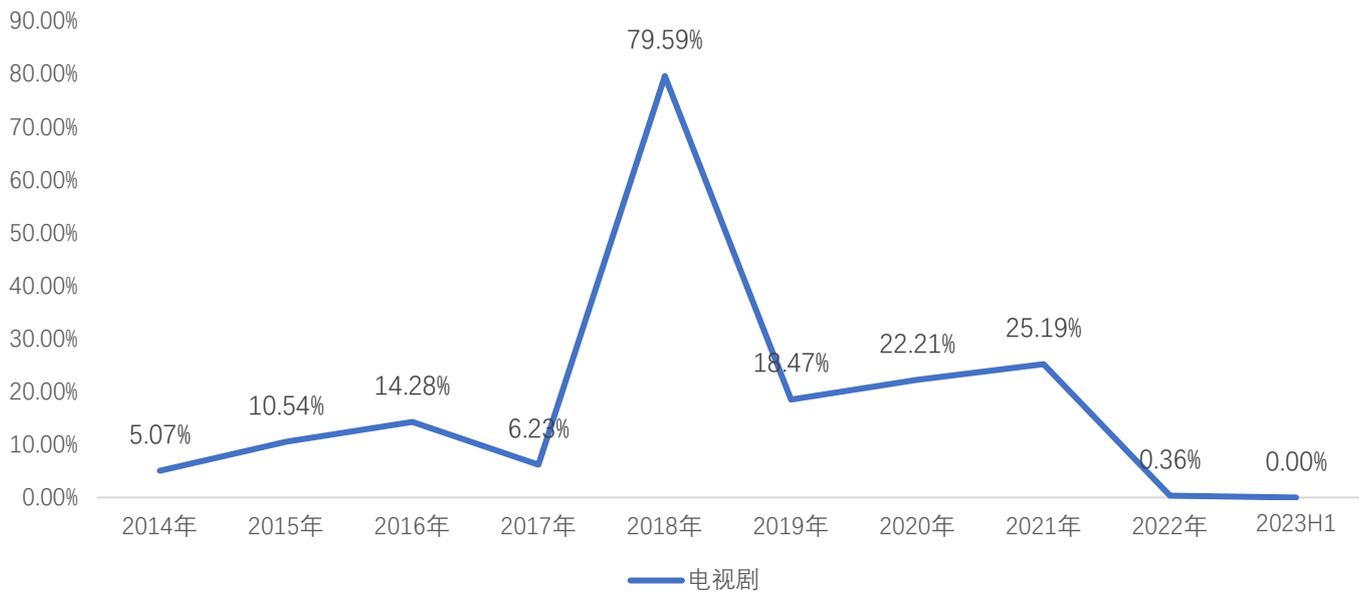
追光和光线动画战略打法上有着巨大差异：光线通过彩条屋投资多家动画制作团队公司，每家动画团队的制作风格、理念、水平、导演都不尽相似，战略上更偏向于“多点投资出爆款”的策略。而追光动画更偏向于通过较强的工业生产能力，打造平均高质量水平的动画影片，风格和品控上更好统一，更好给市场呈现出统一的神话故事背景系列。追光前三部的影片导演均为王微，后续虽退出纯一线制作团队，但黄家康、赵霁等导演也会受到公司统一的制作理念和价值观影响。追光的问题在于扩大市场的认知度，前几部的票房停留在 5 亿元上下，没有出现例如《哪吒之魔童降世》的高票房爆款，但随着《长安三万里》近 20 亿元票房的成功，让追光迈入下一阶段有了更高的信心。

（三）电视剧及网剧业务：注重打造自有 IP，由参投向主投主控转变

光线传媒电视剧及网剧业务作为补充业务，平均营收占比低于 10%，在 18 年之后总体呈现下降趋势。但仍是光线重要业务，带动其他业务的发展，不断释放内容潜力。光线传媒在上市前小规模尝试电视剧制作，上市后由制作转向参投发行，2017 年之后转向主投主控。2005 年上海光线购入电视剧制作公司东方传奇 22% 股份，2007 年，公司实现对其全股控制，开始布局电视剧制作。早期制作发行电视剧包括《祸福相依》《都是爱情惹的祸》《好好过日子》等常规电视剧以及《马大姐新传》《超人马大姐》《桂花打工记》等情景喜剧，整体未给公司带来稳定的营收增长。

公司上市后，公司实施电视剧联盟策略，参投合作伙伴出品的电视剧来维持电视剧业务收入。光线先后投资电视剧领域龙头企业欢瑞世纪、新丽传媒（2018 年出售新丽传媒股权），投资的电视剧包括《盛夏晚晴天》《画皮 2》《新闺蜜时代》《古剑奇谭》等，后期开始投资网剧，包括《盗墓笔记》《诛仙青云志》等，其中《古剑奇谭》为收视冠军、一路飘红，《盗墓笔记》更是成为 2015 网剧之王。在参投模式下，公司电视剧收入提速增长。

2017 年起，光线由原先单一的参投模式，逐步向主投主控过渡，主投项目集中于网剧，注重自有 IP 的开发。主投项目包括《新笑傲江湖》《逆流而上的你》《山河月明》《大理寺少卿游》等，题材多样，储备电视剧及网剧项目丰富。

图 28：2014-2022 年光线传媒电视剧及网剧营收占比（单位：%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

表 13：光线传媒主要出品的电视剧及网剧

项目名称	播出年份	导演	主演	题材	播出平台
爱国者	2018	龚朝、张大奎	张鲁一、佟丽娅	革命谍战	腾讯视频、爱奇艺、优酷
风再起时	2018	付宁	陆毅、袁泉	都市职场	湖南卫视、腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果TV
对的时间，对的人	2018	刘涛	邵星颖、刘济恺	爱情科幻	爱奇艺
逆流而上的你	2019	潘越、杨栋	马丽、潘粤明	家庭都市	爱奇艺、优酷
八分钟的温暖	2019	嵇政	陈汛、丁禹兮	校园青春	腾讯视频
遇见幸福	2019	梦继	蒋欣、李光洁	都市家庭	腾讯视频、爱奇艺
新世界	2020	徐兵	孙红雷、张鲁一	剧情战争	东方卫视、北京卫视、腾讯视频、爱奇艺
无法直视	2021	任钊萱	任敏、陈汛	剧情言情	爱奇艺

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

表 14：光线传媒储备电视剧及网剧

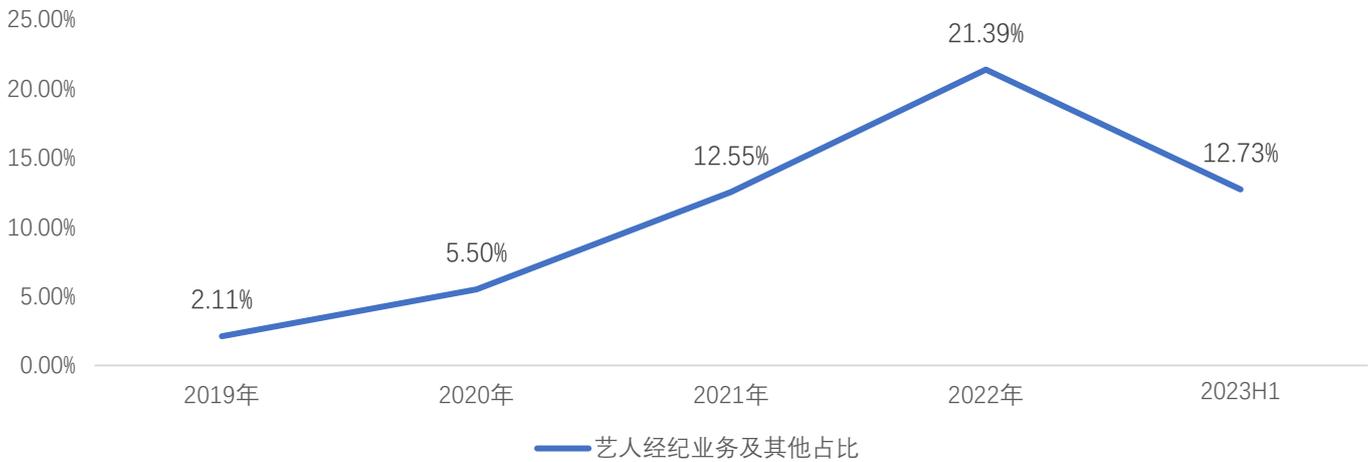
项目名称	导演	主演	题材
《拂玉鞍》	西岛	漆昱辰、吴俊霆	古装爱情轻喜剧
《大理寺少卿游》	王威	丁禹兮、周奇	古装悬疑探案
《春日宴》		章若楠、王安宇	古装爱情
《山河枕》		宋茜、丁禹兮	古装爱情
《我的约会清单》			爱情轻喜

来源：猫眼专业版、公司公告，信达证券研发中心

（四）艺人经纪业务：营收占比不断提高，与其他业务良性互动

公司成立光线经纪厂牌，较早涉及艺人经纪业务，培养体系较成熟。公司旗下艺人超过 30 人，包括任敏、孙千、章若楠、丁禹兮、辛云来、吴俊霆等，艺人商业价值提升显著，如近几年活跃在屏幕的任敏、孙千、丁禹兮。2019-2022 年艺人经纪业务收入保持增长，营收占比逐年上升，并逐渐超过电视剧业务成为营收第二大业务板块。

图 29：2019-2022 年光线传媒艺人经纪业务及其他收入占比（单位：%）



资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

表 15：光线传媒签约艺人及其代表作（部分）

艺人	年龄阶段	代表作品	储备作品
丁禹兮	95 后	电影《十年一品温如言》；网剧《月光变奏曲》《传闻中的陈芊芊》《韞色过浓》《七时吉祥》《春闺梦里人》《大理寺少卿游》等	电影《天才游戏》
任敏	95 后	电视剧《清平乐》《玉骨遥》《大理寺少卿游》；电影《悲伤逆流成河》《十年一品温如言》《我是真的讨厌异地恋》；	电视剧《五行世家》
孙千	95 后	电视剧《我在他乡挺好的》《流星花园》；电影《这么多年》；网剧《快把我哥带走》《风吹半夏》《19 层》	电视剧《冬至》《迎风》
章若楠	95 后	电视剧《谁都渴望遇见你》《女心理师》《照亮你》；电影《悲伤逆流成河》《你的婚礼》《如果声音不记得》《照明商店》	电视剧《凡人歌》《狐妖小红娘竹业篇》
辛云来	90 后	电影《我是真的讨厌异地恋》；网剧《我要和你做兄弟》《我在未来等你》《无眠之境》	电视剧《与凤行》
吴俊霆	00 后	电影《这么多年》《五个扑水地少年》《革命者》；网剧《时光与他恰是正好》	电视剧《舍不得星星》《春色寄情人》

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

人才培养是光线发展的一个重要环节。光线传媒王长田在采访中提到：“以培养未来制片人为例，光线每年都会从十几万的应届毕业生中招纳五十名左右的新人，加入公司之后，会让他们先到项目部看剧本、讨论剧本、修改剧本、审阅剧本，然后看小说，寻找各种适合拍电影的题材。经过至少一年以上的培训之后，就开始分配到宣传、发行或者是制片等其他的部门去。”另外，在 2022 年报中光线传媒披露公司“培养 20 个优秀制片人”的计划进展顺利，使公司同时运作多项目的能力大大加强；同时，签约了超过 60 个编剧和导演，目前已在多个项目上积累了成功且可复制的宝贵经验，在人才培养与合作上成效显著，光线传媒实现了艺人价值和电影、电视剧业务的良性双向互动。

（五）实景娱乐：打造影视产业综合体，拓展价值链条

2017年12月，光线与扬州江都区政府签订中国电影世界项目合作框架协议，项目规划占地4150亩，总投资100亿元；2018年4月，光线传媒成立全线实景娱乐扬州有限公司，增加进军实景娱乐的实施主体；2019年7月，光线联合其他投资方中标“扬州市空港新城影视文旅产业基地片区开发建设PPP项目”，预计总投资71.84亿元；2020年3月，光线中国电影世界一期扬州影视产业基地影棚区开工；2020年8月，光线、西交利物浦大学、江都区人民政府在扬州举行签约仪式，启动西浦·光线电影学院的建设。

与其他影视公司布局实景娱乐已有实际项目正式营业相比，光线传媒对实景娱乐的布局较晚。华谊兄弟早已有电影世界（苏州）、南京电影小镇项目等多个项目，华策影视也成立华策景域，布局“影视IP+旅游”，博纳影业50亿元注资东方影视城。光线传媒“中国电影世界”项目定位为集影视拍摄、旅游体验、文化休闲、影视产业于一体的综合体。而光线中国电影世界项目规划占地面积约4000亩，涵盖影视、文创、科技、旅游、金融、教育等多领域，形成“产业园区、实景娱乐、商业街区、文化品牌”互融共生、资源共享的创新发展模式。项目主要包含国际制片基地、影视外景地、电影主题乐园、影视主题文化城、光线电影学院等五大核心板块。规划设计游客承载容量为每年300万人次。另外，光线法人代表王长田将项目定位为中国最大的摄影棚区、中国最大的现代题材的影视拍摄基地，计划引进百家骨干影视公司在此落地。

图 30：光线传媒中国电影世界项目总平面图



资料来源：中国日报、中国网，信达证券研发中心

（六）产业投资业务：以“内容”为核心，实现全产业链协同发展

投资收益在利润总额中占据重要地位，2016年-2019年占比持续四年超过20%，在2018年前占比逐年上升，并在2018年达到峰值，这主要是由于出售新丽传媒股权确认的投资收益。受宏观因素影响，2020年至2022年公司投资收益均为负，但2023年前三季度扭转亏损趋势，投资收益有望继续对利润贡献正值。总体来看，产业投资业务是光线传媒重要的补充业务：一方面光线传媒以内容制作为导向，集中投资影视制作发行板块，另一方面又注重股权投资收益，实现全产业链协同发展。2022年光线直接持股猫眼微影比例为16.91%，22年期初猫眼账面价值为27.41亿元，猫眼2022年归母净利润1.05亿元，权益法下确认投资收益1785万元。2022年长期股权投资减值损失6.3亿元中，猫眼计提减值准备5.89亿元。

在票务这一板块，万达、博纳、华谊等都有自己的院线，而光线虽然擅长内容制作，但缺乏输出渠道。2016年投资猫眼，目前持股 16.9%，利用在线票务网站的海量用户打造强大的输出渠道。在影视制作发行板块，光线传媒投资了橙子映像、可可豆动画、小森林影业、十月文化、彼岸天等企业，其中十月文化、彼岸天、可可豆动画均参与了爆款电影《哪吒之魔童降世》的制作。另外，公司出售天神娱乐、新丽传媒、蓝弧文化股权获得了可观的投资收益，其中出售新丽传媒确认的投资收益超过了 2018 年利润总额。

图 31：2014-2022 年光线传媒投资收益占比（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

表 16：光线传媒股权投资出售

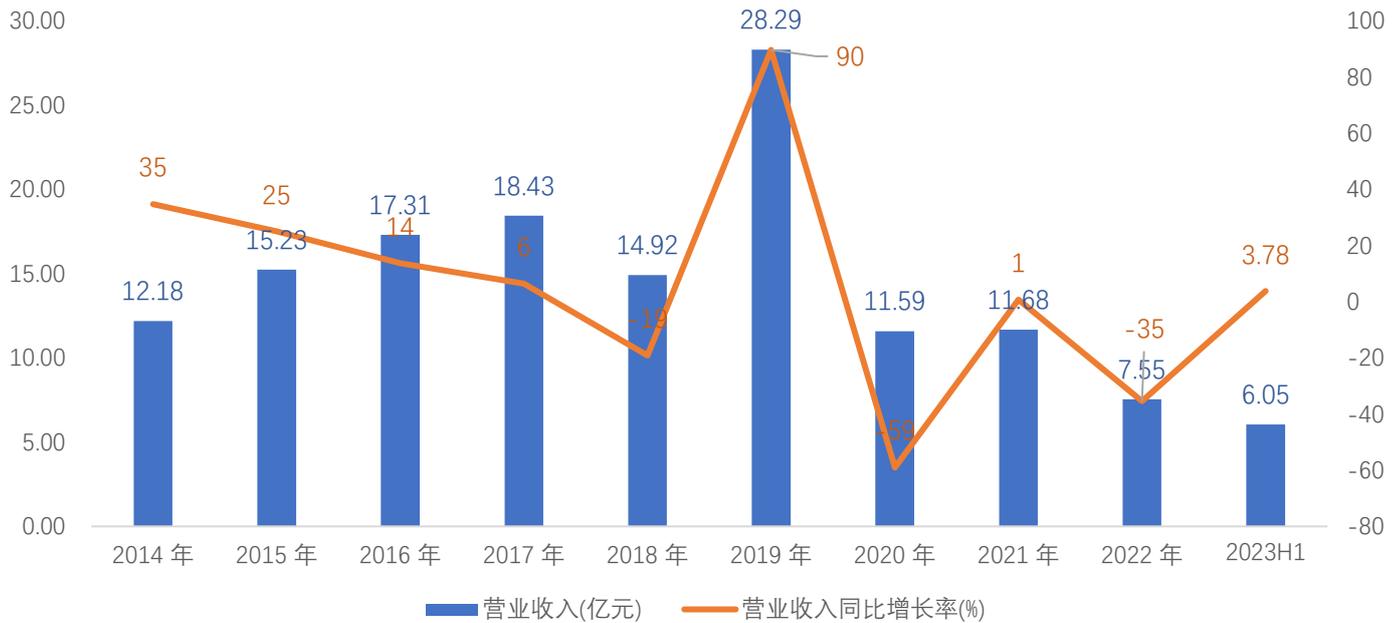
公司名称	投资时间	投资比例	出售时间	投资收益 (亿元)
天神娱乐	2012	10.0%	2016	2.2
新丽传媒	2013	27.6%	2018	22.8
蓝弧文化	2014	50.8%	2016	0.4

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

四、财务数据解析

1. 营业收入：电影成为营收主体，疫情冲击明显

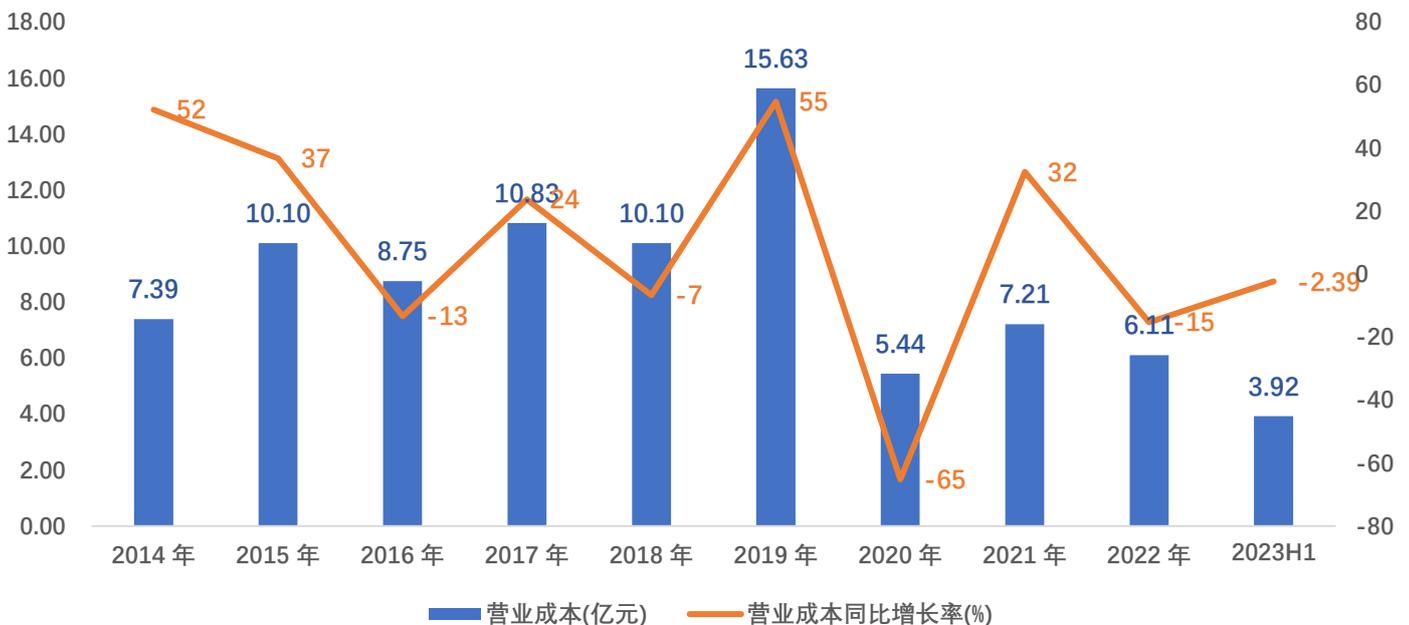
2014-2019 年光线营收保持在 12-20 亿元区间波动，2019 年光线传媒相继推出《哪吒之魔童降世》《我和我的祖国》等爆款电影，达到营收高峰。2020 年营业收入同比大幅下降，尤其是占营收主体的电影及衍生业务同比下降超过 60%，主要是由于拍摄计划的暂停或终止、院线的大量缩减等行业整体性萎缩。2023 年上半年光线营收 6.05 亿元，同比+3.78%；2023 年前三季度公司营收 9.4 亿元，同比+37.15%，扭转了收入增速下滑状态。电影及衍生业务为营收主体，对光线传媒的营业收入影响最大，自 2013 年后营业收入占比持续超过 50%，持续给公司带来收入增量贡献。

图 32: 2014-2023H1 光线传媒营业收入及 YOY


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2.成本及利润: 营业成本控制良好, 利润指标 2020 年前处于高位

光线传媒营业成本与营业收入变化趋势基本保持一致, 在营业收入上升时营业成本保持与其基本一致的同比上升速度, 营业成本控制良好。2019 年营业成本达到高峰, 与爆款电影的制作与发行成本较高相关。2020 年及之后营业成本下降, 这与行业整体性冲击导致部分项目停滞有关。随着电影市场的恢复, 优质内容供给的增多往往伴随制作成本的抬升。

图 33: 2014-2023H1 光线传媒营业成本及 YOY


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

期间费用中管理费用和研发费用占比最大, 期间费用的波动受其影响最大, 但整体期间费用率保持低于 20%。2016 年-2017 年期间费用率大幅上升, 主要是因为新并入捷通无限、浙江齐聚两家公司; 2018 年不再合并浙江

齐聚后期间费用率回落；2020 年期间费用率上升与营销业务增加、营业收入下降有关；2021 年随着营业收入的增加和财务费用的大幅缩减（2021 年利息费用减少、利息收入增加较多导致）期间费用率回落；2023 年前三季度期间费用率约为 4%，较 2022 年下降。

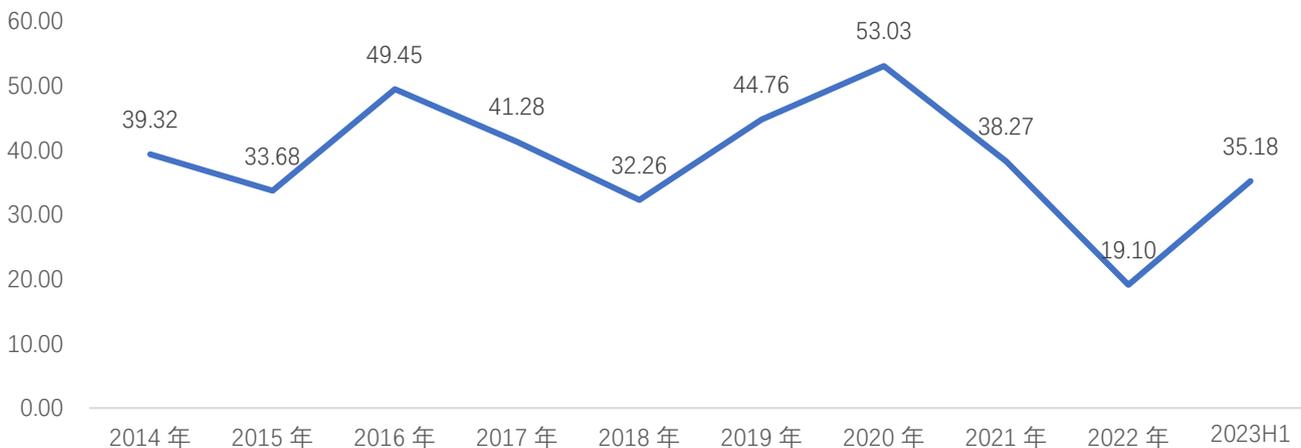
图 34：2014-2023H1 光线传媒期间费用率（单位：%）



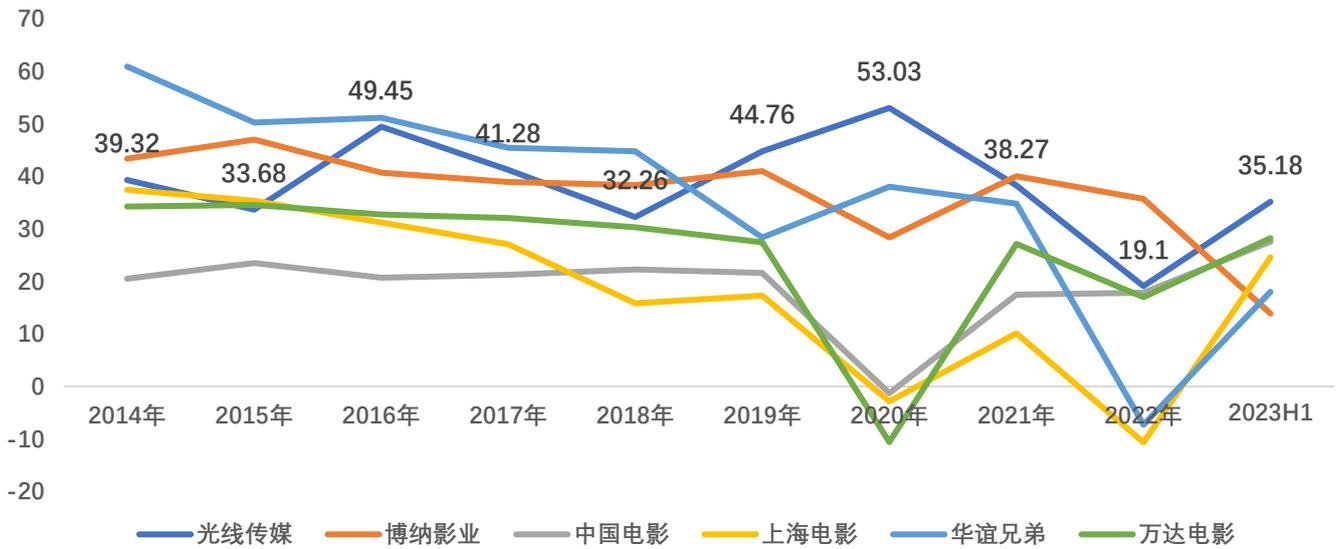
资料来源：iFind，信达证券研发中心

毛利率较稳定，在 2022 年之前毛利率持续稳定在 30% 以上，且由电影及衍生业务作为支撑主体。毛利率在 2020 年达到峰值，年报中披露在 2020 年营业收入大幅下降的背景下能够实现高毛利率的原因主要是电影衍生业务收入的突破。近两年有所下降，但 2023 年前三季度销售毛利率在 35% 左右，呈现上升趋势。与同行业可比公司对照，光线传媒毛利率总体处于较高水平。电影及衍生业务构成了公司毛利率支撑的主体：在真人电影领域一方面用低风险低成本高质量的青春、喜剧题材电影“以小博大”（如《谁的青春不迷茫》《匆匆那年》《从你的全世界路过》等），另一方面拓展经纪业务、启用新人导演和新人演员，实现成本控制；在动画电影领域布局新厂牌、积极发展动漫电影，利用动画电影成本低、周期短和衍生收入高（版权授予、周边售卖等）的特点带动公司毛利率走高。另外，我们认为，光线传媒总体风格还是“轻资产”公司，相较于万达这种注重影院投资的“重资产”公司，在院线萎缩时受到的冲击较小。

图 35：2014-2023H1 光线传媒毛利率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

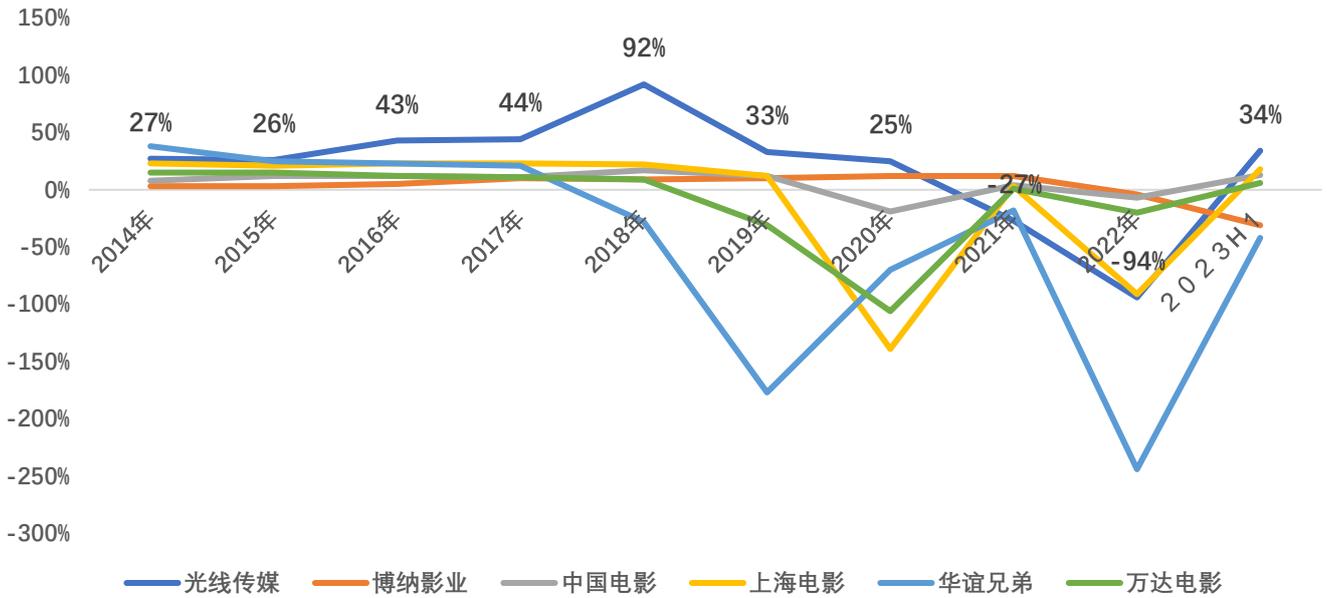
图 36: 2014-2023H1 光线传媒及同行业可比公司毛利率 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

光线传媒归母净利润在 2019 年前呈现良好的增长态势, 2018 年达到峰值, 这主要是出售新丽传媒股权确认的投资收益较多。2020 年之后连续两年归母净利润为负, 但 2023 年三季度报显示净利率企稳回升, 光线传媒有望实现正增长。光线传媒归母净利率居于同行业高位: 一方面归母净利率与毛利率直接挂钩, 光线传媒毛利率处于同行业较高水平; 另一方面光线传媒期间费用控制良好、期间费用率低于行业可比公司。近两年受行业整体性萎缩影响, 光线传媒与可比公司归母净利率均出现负值。据公司公告, 2023 年光线传媒业绩实现扭亏为盈, 剔除减值准备影响后, 取得的归属于上市公司股东的净利润为 52,000 万元至 62,000 万元。计提减值准备约 1.1 亿元后, 实现归母净利润约为 4.1 亿元-5.1 亿元。

图 37: 2014-2023H1 光线传媒归母净利润 (单位: 亿元) 和 YOY (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 38：2014-2023H1 光线传媒及同行业可比公司归母净利率（单位：%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

3. 现金：货币资金充足，经营活动现金流情况较好

2020 年前光线货币资金总体呈现上涨趋势，2015 年大幅增加与公司非公开发行股份有关，2019 年达到峰值，与当年爆款电影《哪吒之魔童降世》《我和我的祖国》等实现的票房收入和回款有关。2014 年之后公司货币资金较稳定，基本保持在 15-20 亿元。2023 年前三季度货币资金为 21.4 亿，相较于 2022 年增加，与当年上映的热门电影《满江红》《坚如磐石》等有关。

光线传媒经营活动现金流净额波动大，存在一定的交错大小趋势，并且很大程度上受到当年电影票房的影响。如 2015 年上映的《港囧》等、2016 年上映的《美人鱼》、2019 年上映的《哪吒之魔童降世》等使得当年经营活动现金流净额增长明显。相较于经营活动现金流量净额为正时，负净额值较小，总体来看光线经营活动现金流状况较好。2023 年前三季度经营活动现金流量净额为 1.51 亿，随着第四季度对电影业务营业收入的确认，23 年经营活动现金流量净额将会继续增加。

图 39：2014-2023H1 光线传媒货币资金（单位：亿）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 40：2014-2023H1 光线经营性活动现金净额（单位：亿）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

五、盈利预测

2024 年为光线传媒电影内容重点年份，主投主控春节档影片《第二十条》口碑票房表现较亮眼，累计票房已超 21 亿元，为光线传媒全年票房打下良好的基础。《哪吒之魔童降世》续作《哪吒之魔童闹海》市场期待度较高，该动画影片的完成度较高，票房表现可期。光线动画首部神话宇宙系列作品《小倩》同样有望给 24 年光线票房贡献增量收益，因此在电影及相关衍生业务上，我们给予 24 年较高收入增速。

表 17：光线传媒收入分析

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,830	1,159	1,168	755	1,344	2,297	2,728
yoy		-59.0%	0.8%	-35.4%	78.1%	70.9%	15%
电影及相关衍生业务	2,532	941	914	593	1,101	2,019	2,423
电视剧	238	154	107		50	55	60
经纪业务及其他	60	64	147	161	194	223	245

资料来源：iFind，信达证券研发中心

光线传媒作为国内头部的民营影视公司，尤其是动画电影制作发行端有着较为强大的优势。外部投资绑定优质业内动画团队，如饺子导演所在的可可豆动画制作的国内动画电影票房冠军—《哪吒之魔童降世》、田晓鹏的十月文化（《大圣归来》、《深海》等）；内部成立光线动画独立厂牌，提升公司动画电影制作产能和知名度，打造中国神话宇宙动画系列，光线动画厂牌首部影片《小倩》即将于 2024 年上映。同时，24 年有望上映《哪吒之魔童降世》之续作《哪吒之魔童闹海》，有望带动光线动画和国内动画电影总票房显著增长。真人电影领域，24 年春节档《第二十条》口碑表现逐渐回暖、票房连续实现单日逆跌，24 年全年影片储备丰富。2024 年作为光线传媒影片内容大年，业绩具备较好的弹性空间。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 13.44/22.97/27.28 亿元，同比增速分别为 78.1%/70.9%/18.8%；实现归母净利润分别为 4.68/9.6/11.1 亿元，同比增速分别为 165.7%/105.1%/15.4%，截至 2024 年 2 月 29 日，对应 PE 分别为 56.91/27.75/24.05x。2024 年为公司影视内容大年，业绩确定性较高，基于 24 年行业平均估值水平，我们看好公司业绩的持续增长，给予“买入”评级。

表 18: 同行业公司估值比较 (截至 2024 年 2 月 29 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				市盈率		
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
601595.SH	上海电影	120.3	-334.8	151.0	246.9	329.6	79.7	48.7	36.5
300291.SZ	百纳千成	52.9	20.8	-17.5	260.2	438.5	-	20.3	12.1
600977.SH	中国电影	226.5	-214.92	756.88	957.01	1107.94	29.9	23.7	20.4
001330.SZ	博纳影业	80.7	-72.1	34.8	419.4	546.0	232.1	19.2	14.8
603103.SH	横店影视	97.0	-317.4	257.7	367.0	432.7	37.7	26.4	22.4
	平均值						49.1	27.7	21.2
300251.SZ	光线传媒	266.4	-712.9	468.1	960.0	1107.7	56.9	27.7	24.0

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

六、风险因素

宏观经济风险: 国内经济增速下滑, 居民可支配收入下降导致对影视行业消费减少;

光线已定档影片上映时间延期风险: 目前定档 24 年影片存在预期上映影片延迟的风险, 如《哪吒之魔童闹海》《小倩》等重点影片的推迟可能会降低 2024 年光线传媒业绩表现;

上线影片票房不及预期风险: 影片内容大众接受认可度较低、票房较低, 成本无法回收的风险。如光线传媒上线的真人电影口碑和票房存在不及预期风险导致对业绩贡献较低。

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,709	3,681	4,729	5,773	7,636	
货币资金	1,138	1,949	1,570	1,878	2,975	
应收票据	0	0	1	0	1	
应收账款	329	199	846	897	1,163	
预付账款	143	144	170	244	299	
存货	1,182	1,192	1,727	2,327	2,691	
其他	1,917	197	414	426	507	
非流动资产	5,770	5,387	5,295	5,161	5,174	
长期股权投资	4,677	3,843	3,733	3,583	3,583	
固定资产	25	23	19	17	14	
(合计)						
无形资产	2	1	1	1	1	
其他	1,067	1,520	1,541	1,561	1,577	
资产总计	10,479	9,068	10,024	10,935	12,810	
流动负债	756	648	1,278	1,218	1,974	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	283	152	676	341	912	
其他	473	496	601	877	1,062	
非流动负债	152	155	155	155	155	
长期借款	0	12	12	12	12	
其他	152	143	143	143	143	
负债合计	908	804	1,433	1,373	2,129	
少数股东权益	17	6	10	21	33	
归属母公司股东权益	9,554	8,258	8,580	9,541	10,648	
权益						
负债和股东权益	10,479	9,068	10,024	10,935	12,810	
重要财务指标	单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,168	755	1,344	2,297	2,728	
同比(%)	0.7%	-35.3%	78.1%	70.9%	18.8%	
归属母公司净利润	-312	-713	468	960	1,108	
净利润						
同比(%)	-207.1%	-128.7%	165.7%	105.1%	15.4%	
毛利率(%)	38.3%	19.1%	39.1%	50.6%	49.2%	
ROE(%)	-3.3%	-8.6%	5.5%	10.1%	10.4%	
EPS(摊薄)	-0.11	-0.24	0.16	0.33	0.38	
(元)						
P/E	—	—	56.91	27.75	24.05	
P/B	2.79	3.23	3.10	2.79	2.50	
EV/EBITDA	85.78	-672.71	57.04	24.27	20.53	

利润表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1,168	755	1,344	2,297	2,728	
营业成本	721	611	818	1,135	1,385	
营业税金及附加	3	2	3	5	6	
销售费用	10	6	10	18	14	
管理费用	67	93	108	138	191	
研发费用	19	19	27	49	59	
财务费用	-42	-25	0	0	0	
减值损失合计	-481	-719	0	0	0	
投资净收益	-274	-67	81	23	41	
其他	91	7	48	57	68	
营业利润	-274	-728	508	1,032	1,183	
营业外收支	26	3	0	0	0	
利润总额	-248	-725	508	1,032	1,183	
所得税	67	-1	36	62	64	
净利润	-314	-724	472	971	1,120	
少数股东损益	-3	-11	4	10	12	
归属母公司净利润	-312	-713	468	960	1,108	
EBITDA	427	-35	441	1,024	1,158	
EPS(当年)	-0.11	-0.24	0.16	0.33	0.38	
(元)						
现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	536	-7	-392	167	1,083	
净利润	-314	-724	472	971	1,120	
折旧摊销	25	25	14	15	15	
财务费用	-10	4	0	0	0	
投资损失	274	67	-81	-23	-41	
营运资金变动	120	-104	-797	-796	-11	
其它	442	726	0	0	0	
投资活动现金流	-1,316	1,562	159	141	13	
资本支出	-3	-3	-31	-32	-27	
长期投资	-1,408	1,519	110	150	0	
其他	95	46	81	23	41	
筹资活动现金流	-36	-720	-146	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	33	0	0	0	
支付利息或股息	-29	-586	-146	0	0	
现金净增加额	-817	839	-378	308	1,097	

信达传媒互联网及海外研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队联席首席分析师。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。